

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA ÚČETNICTVÍ A DANÍ

Ocenění vybrané obchodní společnosti

Valuation of the Selected Business Company

Student:

Bc. Barbora Kašperlíková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Šárka Kryšková Ph.D.

Ostrava 2017

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Barbora Kašperlíková

Studijní program:

N6208 Ekonomika a management

Studijní obor:

6202T049 Účetnictví a daně

Téma:

Ocenění vybrané obchodní společnosti
Valuation of the Selected Business Company

Jazyk vypracování:

čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Základní problematika oceňování podniku
3. Charakteristika obchodní společnosti POL-AGRO TRADING ZT s.r.o.
4. Ocenění společnosti a následné zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 5. vyd. Praha: Grada Publishing, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2.

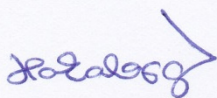
STROUHAL, Jiří. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2013. 417 s. ISBN 978-80-7478-366-1.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

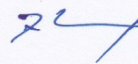
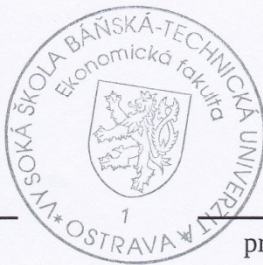
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Šárka Kryšková, Ph.D.**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 21.04.2017



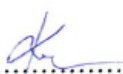
Ing. Jana Hakalová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 21.4.2017


.....

Bc. Barbora Kašperlíková

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Základní problematika oceňování podniku.....	7
2.1	Definice podniku.....	7
2.2	Hodnoty podniku	7
2.2.1	Hodnota a cena	8
2.2.2	Hodnota netto a brutto	8
2.2.3	Tržní hodnota	9
2.2.4	Investiční hodnota	10
2.2.5	Objektivizovaná hodnota.....	11
2.3	Důvody pro ocenění podniku.....	11
2.4	Metody oceňování podniku.....	12
2.4.1	Metody na základě analýzy výnosů.....	12
2.4.2	Metody založené na základě analýzy trhu.....	20
2.4.3	Metody založené na analýze majetku.....	22
2.5	Postup pro ocenění	23
2.5.1	Sběr dat.....	24
2.5.2	Strategická analýza.....	24
2.5.3	Finanční analýza.....	25
2.5.4	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.....	30
2.5.5	Finanční plán	30
2.5.6	Ocenění.....	31
3	Charakteristika obchodní společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o.	34
3.1	Strategická analýza	36
3.1.1	Vnější potenciál oceňovaného podniku.....	36
3.1.2	Vnitřní potenciál oceňovaného podniku.....	39

3.2	Finanční analýza	42
3.2.1	Vertikální analýza.....	42
3.2.2	Horizontální analýza.....	46
3.2.3	Analýza poměrových ukazatelů	47
3.3	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná	54
4	Ocenění společnosti a následné zhodnocení výsledků	55
4.1	Finanční plán.....	55
4.1.1	Plány dílčích veličin	56
4.1.2	Komplexní finanční plán	60
4.2	Stanovení nákladů kapitálu	65
4.2.1	Náklady na vlastní kapitál	65
4.2.2	Náklady na cizí kapitál	66
4.2.3	WACC	67
4.3	Výpočet volných peněžních toků.....	67
4.4	Ocenění společnosti	68
4.5	Zhodnocení výsledků	69
5	Závěr.....	70
	Seznam použité literatury	72
	Seznam zkratk	74
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Proces zjišťování hodnoty podniku, který je popisován v této práci, je jedním z nejčastějších prostředků oceňování společností, nebo jejich částí. Po určitých modifikacích lze tento postup použít pro zjištění jakékoliv kategorie hodnoty a při použití jakékoliv metody. Hlavním výstupem oceňování podniků v České republice je tržní hodnota. Samozřejmě pokud se jedná o společnost s omezenou živností, je oceňována amortizační hodnotou. Při stanovování tržní hodnoty je nejpoužívanější metoda výnosová, a sice metoda diskontovaných peněžních toků. V poslední době však začíná být velice oblíbená také nová, ale rychle se rozšiřující metoda EVA, a proto je často k vidění ocenění jedné společnosti oběma metodami. Oceňovací proces zahrnuje mnoho ekonomických oblastí, musí být totiž sestavena strategická analýza podniku, finanční analýza a další podobné úkony. Sestaven musí být také finanční plán, který se skládá z mnoha dílčích plánů. Existuje spousta důvodů pro stanovení hodnoty podniku a ve většině případů tuto práci provádějí soudci a znalci.

Cílem této diplomové práce je zjištění hodnoty obchodní společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., která se zabývá převážně prodejem zemědělské techniky a sídlí ve Frýdku-Místku, přičemž pro ocenění bude použita metoda oceňování DCF a bude zjišťována tržní hodnota společnosti na úrovni entity, tedy hodnota podniku jako celku.

Diplomová práce se skládá z pěti kapitol, přičemž první kapitola je pouze úvodní a poslední kapitola je shrnutí práce v závěrečném textu. Věcná část diplomové práce je rozdělena do tří kapitol, z nichž první je pouze teoretická a další dvě již obsahují také praktické výpočty. V druhé kapitole jsou teoreticky popisovány základní informace vztahující se k vybranému tématu. Nejprve je objasňováno, co je vlastně myšleno pojmem podnik, který je uvedený v obchodním zákoníku. Dále na jakých úrovních a jakými hodnotami může být oceňován a co jednotlivé hodnoty znamenají. Nedílnou součástí teoretické kapitoly je také vymezení možných metod oceňování, což zahrnuje samozřejmě také metodu DCF, která byla vybraná pro ocenění společnosti v této diplomové práci. Podrobně je zde rozepisován samotný postup oceňování, kterým se bude řídit následující proces.

Společnost vybraná pro ocenění v této práci je charakterizována ve třetí kapitole. Nejprve jsou vypisovány základní informace o firmě, jako jsou název, sídlo, předmět podnikání, IČO a další. Dále již pak začíná popisování ekonomické činnosti podniku a podnikatelského prostředí, ve kterém společnost působí, pomocí strategické analýzy, poté je

zjišťováno finanční zdraví podniku z mnoha stránek pomocí finanční analýzy a dalších prostředků. Posledním krokem charakteristiky je rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, což je také v této kapitole popisováno.

Poslední praktická kapitola bude obsahovat samotné ocenění podniku. Před vyčíslením této hodnoty je ale potřeba ještě sestavit finanční plán společnosti, který vychází ze strategické a finanční analýzy, tedy z minulých let. Čím podrobnější plán je a čím delší budoucí období je do něj zahrnuto, tím přesnější bude výsledná hodnota společnosti. Po sestavení tohoto plánu musí být také vypočteny náklady na kapitál, přesněji řečeno průměrné vážené náklady kapitálu. Jejich výpočet vyžaduje náročný proces vyčíslení nejprve nákladů na vlastní a pak také na cizí kapitál. Na konci této kapitoly bude celý proces ocenění vyhodnocen, případně budou navržena určitá opatření, která by mohla do budoucna eventuálně zvýšit hodnotu oceňovaného subjektu.

Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. bude v této práci oceňována tržní hodnotou, což by mohlo podle logického úsudku vést k myšlence, že důvodem tohoto ocenění je plánovaný prodej podniku. To je totiž jedním z nejčastějších příčin zjišťování tržní hodnoty. V tomto případě se však jedná pouze o usnadnění rozhodování vedení společnosti o dalším vývoji obchodní činnosti firmy. Tato společnost je na trhu poměrně krátkou dobu, a proto bude přiblížení jejího postavení na trhu pro vedení společnosti velmi přínosné. Při zpracování jednotlivých informací bude v této práci, kromě metod měření a modelování, použita především metoda analýzy, přičemž zjištěné jevy budou často zobrazovány pomocí matematických či statistických modelů.

2 Základní problematika oceňování podniku

V druhé kapitole budou nejprve vymezeny především základní pojmy, které je potřeba si objasnit pro porozumění tomuto tématu, v druhé části pak budou teoreticky vysvětleny jednotlivé úkony a postupy, které budou v následující kapitole praktikovány. Při oceňování podniku je důležité vědět, z jakého důvodu se podnik oceňuje, tedy kdo bude koncovým uživatelem těchto vypočtených dat, dále jaká hodnota bude oceněním zjištěna a jaký bude postup při procesu oceňování. Z tohoto důvodu budou popisovány nejen kategorie hodnot, kterými může být podnik oceněn, ale také různé metody, které se při stanovení hodnoty podnikatelského subjektu mohou použít. V závěru této kapitoly bude přiblížen také postup nezbytný pro proces ocenění, včetně podrobného popisu všech jeho kroků.

2.1 Definice podniku

Podnik bývá, v závislosti na odlišnosti jednotlivých zdrojů, vysvětlován různě. Obecně jej lze definovat jako málo likvidní aktivum. Nejvýznamnější definice pro účely oceňování je uvedena v obchodním zákoníku, a sice v §5/1. Zde je podnik definován jako: „.... soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit...“ Jak je v definici uvedeno, podnik není jenom hmotné aktivum, ale také všechny jeho nehmotné části, se kterými je nutné počítat. Důležitou částí podniku jsou například jeho závazky, či pohledávky a jiné finanční hodnoty, neboť i tato nehmotná aktiva a pasiva tvoří hodnotu podniku pomocí svých budoucích výkonů. [2]

2.2 Hodnoty podniku

Hodnota je obecně těžko definovatelný pojem, který je nutno rozlišovat dle různých kritérií. Tento pojem může být také zaměňován s jinými různými pojmy, například s pojmem cena. V této podkapitole bude nejprve objasněn pojem hodnota a její odlišnosti od ceny, dále pak úrovně, na kterých se dá hodnota zjišťovat, a nakonec budou vypsány tři základní kategorie hodnoty, jimiž jsou hodnota tržní, subjektivní a objektivizovaná, včetně jejich definic a vysvětlení.

2.2.1 Hodnota a cena

Pojem hodnota a pojem cena je nutno vždy rozlišovat. Cena je vyjádření pro finanční částku, která je požadována, či nabízena a nakonec také uhrazena za určité aktivum. Je to vlastně hodnota věci, kterou lze vyjádřit v peněžních jednotkách. Cena obecně vzniká působením nabídky a poptávky, přičemž je ovlivňována mnoha faktory, které ani nemusí být na první pohled zřejmé.

Na rozdíl od ceny je hodnota definována mnohem složitěji. Její vyjádření bývá různé, existuje řada publikací, které hodnotu definují, avšak pokaždé si lze tuto definici vyložit trochu jinak. Hodnota podniku je vždy jiná pro různé kupující a jiná pro prodávajícího. Kromě toho existují také různé druhy hodnot, pro určení správné hodnoty je důležité určit účel ocenění podniku. [2], [3]

2.2.2 Hodnota netto a brutto

Tyto dvě hodnoty představují různé hladiny, na kterých může být prováděno ocenění podniku. Vysvětlením těchto hladin se mimo jiné zabývá také obchodní zákoník, ve kterém je hodnota brutto označována jako obchodní majetek a hodnota netto jako čistý obchodní majetek.

Brutto hodnota je brána jako hodnota podniku jako celku. Zahrnuje v sobě informace jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Obchodní zákoník definuje tuto hodnotu v §6, odstavci 1) takto: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“

Hodnotou netto pak rozumíme ocenění pouze na úrovni vlastníků, v podstatě se tedy jedná o ocenění vlastního kapitálu. Také tuto hodnotu definuje obchodní zákoník, a to v §6, odstavci 3), takto: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“ [2]

2.2.3 Tržní hodnota

Tržní hodnota je utvářena na základě tržních podmínek. Podle IVS 1 (odst. 3.1.)¹ je tato hodnota definována jako:

„odhadovaná částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci nezávislých subjektů, po řádném marketingu, přičemž strany transakce jednaly informovaně, opatrně a bez nátlaku.“

Pokud by chtěl tržní hodnotu, označovanou jako tržní cenu aktiva, odhadnout znalec, musel by uvažovat jako potencionální průměrný investor, musel by odhadnout, jak by investor smýšlel o ceně aktiva.

Odhadnutá částka je tedy suma vyjádřena v penězích, která by byla zaplacená, kdyby skutečně probíhala transakce mezi dvěma stranami. Tato cena je nejvýhodnější na trhu dostupná cena z hlediska prodávajícího i kupujícího. Avšak to neznamená, že při transakci bude vždy zaplacená. Jak už bylo psáno, je to cena odhadnutá, nikoliv pevně stanovená.

Tržní cena je časově omezena, neboť podmínky na trhu se neustále mění. Pokud by zůstávala po delší dobu nezměněna, mohla by nastat situace, že by se stala časem nevhodnou a nesprávnou. Nesprávná tržní cena může být také stanovena, pokud jsou strany, mezi kterými probíhá transakce, nějakým způsobem spřízněny (např. mateřská a dceřiná společnost). V takovém případě by cena mohla být vyšší, nebo nižší než cena, která by byla stanovena mezi prodejcem a kupujícím, kteří mezi sebou žádné vztahy nemají. Další podmínkou pro správné stanovení tržní ceny je, jak vyplývá z její definice, přiměřená informovanost obou stran o charakteristice, vlastnostech a možnostech využití předmětu transakce k datu ocenění. Obě strany jsou motivovány k provedení transakce, ale žádná z nich není nucena.

Tržní hodnota má být odhadem ceny rovnovážné, tedy ceny vyrovnávající nabídku s poptávkou. Takto odvodit cenu je možné pouze za podmínky, že trh bude dosti rozvinutý a bude zde obchodovat dostatečné množství subjektů s homogenním statkem. Nejsou-li tyto podmínky splněny, nastávají zde značné komplikace. V takovém případě musí chybějící data nahradit znalec pomocí svých znaleckých odhadů. V ČR se proto často používají pro odhad také data ze zahraničních trhů. Tato hodnota odpovídá na otázku: „Kolik je ochoten zaplatit

¹ International Valuation Standards 2005, str. 82 (kapitola IVS 1, odst. 3.1)

běžný, neboli průměrný zájemce na trhu?“ Používá se tedy pro ocenění podniku při prodeji, když ještě není znám konkrétní zájemce a zjišťujeme pouze, za jakou cenu by se dal podnik prodat. Dále se taky používá např. pro soudní účely. Tržní hodnota se nejčastěji zjišťuje pomocí metody kapitalizovaných výnosů a diskontovaných peněžních toků. [1], [2]

2.2.4 Investiční hodnota

Subjektivní, neboli investiční hodnota je založena na názoru, že při ocenění je třeba primárně nahlížet na hodnotu podniku z pohledu konkrétního kupujícího. Není tedy dána pravděpodobnou cenou na trhu, ale očekávanými užitky z tohoto podniku v budoucnosti, které budou proudit budoucímu majiteli. Dalo by se říci, že tato hodnota odpovídá na otázku: „Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“ V Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2 je investiční hodnota definována takto:

„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinu investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota toho majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“²

Základními charakteristikami investiční hodnoty jsou jednak budoucí peněžní toky, odhadovány převážně na základě představ manažerů konkrétního podniku, případně potencionálního investora, a diskontní míra, která je stanovena na základě alternativních investic daného subjektu, z jehož pohledu je ocenění stanoveno. Na hodnotu mají velký vliv odlišné preference, cíle a další individuální podmínky subjektu. Vychází se také z toho, že každý subjekt má jiné dispozice, například finanční možnosti, jinou ekonomickou moc a také jiný pohled na riziko.

Subjektivní hodnota je tedy dána převážně individuálními názory, případně podmínkami subjektu, z jehož pohledu je hodnota stanovena. Díky tomu vznikají určité rozdíly mezi investiční hodnotou a výše zmiňovanou hodnotou tržní. Rozdíly jsou způsobeny rozdílným myšlením subjektů, investor může například zamýšlet proniknutí na nové trhy.

² International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola IVS 2, odst. 3.2)

Také postoj k riziku může tuto hodnotu dosti ovlivnit, konkrétní subjekt může být více optimistický, či naopak opatrnější než průměrný investor.

Z výše uvedeného je jasné, že ocenění subjektivní hodnotou se používá, na rozdíl od tržní hodnoty, při prodeji podniku, kdy už je znám konkrétní kupující. Protikladem této hodnoty je často označována hodnota objektivizovaná. [2], [4]

2.2.5 Objektivizovaná hodnota

Další kategorie hodnoty je definována německými oceňovacími standardy, zvana jako objektivizovaná hodnota. Tato definice zní:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“.

Objektivizovanou hodnotou je možné odpovědět na otázku: „Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou?“ Při oceňování touto hodnotou se vychází z předpokladu, že při jejím výpočtu se musí dodržovat určité zásady. Jednou z nich je udržování substance, tzn., že z podniku může být vybíráno jen takové množství peněžních prostředků, aby nebyla nijak ohrožena majetková podstata neboli substance podniku. Další zásadou je rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný majetek, nebo zachování původního managementu při změně vlastníka podniku. Jednou z nejdůležitějších zásad je zachování dosavadního konceptu podniku. Při oceňování by se vždy mělo vycházet z postavení podniku v době ocenění. [2]

2.3 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění podniku je služba, kterou si zákazník objedná z nějakého důvodu a očekává, že mu tyto výsledky přinesou určitý užitek. Může se zdát, že oceňování se provádí jen pro účely koupě a prodeje, avšak těchto důvodů je ve skutečnosti mnoho. Například při fúzích nebo přeměnách společností je ocenění velmi důležité. Z tohoto důvodu je důležité si tyto důvody nějakým způsobem utřídit. Třídit můžeme například podle toho, zda je ocenění

provedeno z vůle vlastníků, či nikoliv. Příkladem tohoto členění může být ocenění podniku pro účely prodeje, opakem je ocenění pro účely daňové, či při řešení soudních sporů. [2]

2.4 Metody oceňování podniku

Jak již bylo zmíněno výše, podnik můžeme ocenit několika různými hodnotami. S tím souvisí i způsob jakým budeme oceňovat, neboť každá z těchto hodnot vyžaduje, byť jen nepatrně, odlišný postup. V současnosti se používá několik různých metod členěných podle toho, z čeho výpočet vychází. Při výběru vhodné metody je důležité znát jak aktuální stav podniku, tak i prostředí, ve kterém podnik působí. Rozhodnutí se provádí podle toho, zda podnik v současnosti dosahuje zisku, či ztráty, podle toho, v jaké vývojové etapě se zrovna nachází atd. Také je potřeba zhodnotit, jak rozvinutý je aktuálně trh s podniky v prostředí působnosti oceňovaného subjektu a další důležité informace.

Existují konkrétně tři skupiny metod, které budou dále rozebrány, a to ocenění na základě analýzy výnosů, trhu a majetku. Každá z těchto skupin zahrnuje několik konkrétních metod, z nichž každá má nějaké své výhody i nevýhody a každá je vhodná v jiném případě. [2]

2.4.1 Metody na základě analýzy výnosů

Hodnota oceňovaného statku je, podle této skupiny metod, dána budoucím užitekem, který pravděpodobně poplyne jeho držiteli. V praxi je tento užitek představován očekávanými výnosy podniku, přesněji řečeno skutečnými očekávanými příjmy. Výnosy je vždy možno dále modifikovat v závislosti na tom, která z následujících metod bude použita. Do této skupiny jsou tedy zahrnuty tyto základní metody:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých zisků,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) metody.

Výnosové metody jsou v praxi v celku oblíbené, a proto se při ocenění podniku používají poměrně často. Také v této práci bude pro výpočet použita metoda výnosová, a sice metoda DCF. Z tohoto důvodu bude dále charakterizována podrobněji, než ostatní metody. [2]

2.4.1.1 Metoda DCF

Metoda DCF je považována za základní výnosovou oceňovací metodu. Peněžní toky zde představují konkrétní příjmy a jsou tedy reálným vyjádřením užiteků plynoucích z držení majetku. Pomocí této metody je možné zjistit hodnotu podniku na úrovni brutto i netto. Lze tedy rozlišit metodu DCF entity, pomocí níž zjišťujeme hodnotu podniku jako celku a metodu DCF ekvity, jejímž výsledkem je hodnota podniku na úrovni vlastníků, čili pouze hodnota vlastního kapitálu. V této práci bude dále popisována pouze metoda DCF entity.

a) Investovaný kapitál

Za důležitou veličinu, při použití této metody, je považován investovaný kapitál. Pro jeho výpočet je potřeba provést určité změny v rozvaze. Nejprve musí být určeny náklady na tento kapitál a následně se musí rozdělit aktiva podniku na provozně nutná a ostatní. Hned při první úpravě se objevuje problém spočívající v určení nákladů na jednotlivé druhy kapitálu. U kapitálu cizího úročeného je to v celku jednoduché, avšak určení nákladů na kapitál vlastní je poněkud složitější. Pro zjednodušení se pracuje s náhradním řešením, a to s oběžnými aktivy sníženými o závazky, u kterých by se jen těžko určovaly jejich náklady. Jinak řečeno pracujeme s pracovním kapitálem. Pro lepší představu je výpočet znázorněn v následující tabulce.

Tab. 2.1 Výpočet pracovního kapitálu

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (VK + úročený CK)
Oběžná aktiva	Pracovní kapitál
	Neúročený kapitál (převážně krátkodobé závazky)

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č.: [2]

Jak již bylo výše uvedeno, druhá úprava bilanční sumy vychází z rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná aktiva. Tento krok je důležitý v podstatě u všech metod oceňování, pokud je to alespoň trochu možné. Základní myšlenkou tohoto členění je, že do konečné hodnoty by neměla být zahrnována aktiva, která podnik ve skutečnosti nepotřebuje ke své hlavní činnosti. Například horská chata sloužící k rekreaci zaměstnanců, by neměla zvyšovat

hodnotu podniku, neboť tato hodnota má vycházet z budoucích očekávaných užitků, ke kterým tento majetek vskutku nepřispívá.

b) Volné peněžní toky

Co se týče samotných peněžních toků, tak pro účely ocenění se nepoužívá klasický výpočet cash flow na úrovni provozní, investiční, finanční a celkové, jak je známý pro účely účetních závěrek podniků. V tomto případě je potřeba pracovat s peněžními toky, které je možno odčerpat z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Nazývají se volné peněžní toky (FCF)³ a jejich výpočet je přiblížen v následujícím schématu.

Tab. 2.2 Výpočet FCF

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmů
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č.: [2]

Podle uvedeného postupu je základem výpočtu FCF korigovaný provozní výsledek hospodaření. Tento VH zjistíme, když klasický výsledek hospodaření z provozní činnosti upravíme o ty náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavním předmětem podnikání daného subjektu, například nahodilé tržby z prodeje majetku, či odpisy budov, které neslouží k hlavní provozní činnosti podniku. Náklady a výnosy zahrnuté v korigovaném provozním výsledku

³ FCF – free cash flow

hospodaření by vždy měly souviset s aktivy provozně nutnými, měly by tedy být produkovány provozně nutným investovaným kapitálem.

c) Výpočet hodnoty podniku

Jakmile jsou známy všechny informace pro výpočet FCF a následně samotný volný peněžní tok, může být představen další krok, a sice obecný vzorec pro výpočet hodnoty podniku (H), který vypadá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \quad (2.1.)$$

kde: H_b = hodnota podniku na úrovni brutto,
 $FCFF_t$ = volné peněžní toky v roce t ,
 n = počet let předpokládané existence podniku,
 $WACC$ = kalkulovaná úroková míra (diskontní míra na úrovni průměrných nákladů celkového kapitálu).

d) Dvoufázová metoda

V praxi obvykle převládá předpoklad, že firma bude fungovat do nekonečna. Pro takto dlouhé období je však nutné vzorec poněkud modifikovat. Nejčastěji se tato situace řeší rozdělením časového období na dvě, či více fází. Řešení spočívá v tom, že pro první fázi je odhadce schopen určit pro jednotlivé roky přesněji pravděpodobný vývoj tržeb. Odhad se provádí pomocí výpočtů odvozených z údajů dlouhé časové řady minulých let. Pro druhou fázi se potom určují tržby konstantní pro zbylé roky, případně je stanoveno konstantní tempo růstu. Tato varianta je označována jako metoda dvoufázová a její výpočet vypadá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}, \quad (2.2.)$$

kde: T = délka první fáze v letech,
 PH = pokračující hodnota.

e) Pokračující hodnota

Pokračující hodnota vyjadřuje očekávané peněžní toky druhé fáze diskontované k poslednímu roku první fáze. Při výpočtu hodnoty podniku je velice důležité, aby pokračující hodnota byla stanovena co nejpřesněji, neboť často představuje převážnou část samotného

ocenění. Existují dva způsoby výpočtu, první z nich je použití Gordonova vzorce, který bude následně použit při výpočtu v této práci, druhou možností je použití vzorce parametrického. Gordonův vzorec pro výpočet pokračující hodnoty vypadá takto:

$$PH_T = \frac{FCFF_{(T+1)}}{WACC - g}, \quad (2.3.)$$

kde: PH_T = pokračující hodnota v čase T,
 g = tempo růstu.

Vždy je důležité, aby tempo růstu bylo určeno s co největší přesností, neboť na tom závisí vývoj pokračující hodnoty, která, jak už bylo řečeno, představuje značnou část celkové hodnoty. Může být odvozeno různě, například z účetního ukazatele rentability, či z prognózy růstu tržeb atd. V každém případě by mělo být toto odvození zdůvodněno. [2]

f) Diskontní míra

Jelikož se tato práce zabývá pouze metodou DCF entity, bude vysvětlena také pouze tato jedna diskontní míra. V tomto případě bude tedy diskontní míra stanovena na úrovni WACC⁴, tedy průměrných vážených nákladů kapitálu.⁵ Tyto náklady zde představují příjmy očekávané investory ze svých investic do podniku s odpovídajícím rizikem. Obecný vzorec pro výpočet WACC je následující:

$$WACC = N_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + N_{VK} \cdot \frac{VK}{K}, \quad (2.4.)$$

kde: N_{CK} = náklady na cizí kapitál,
 d = sazba daně,
 CK = cizí kapitál,
 K = kapitál,
 N_{VK} = náklady na vlastní kapitál,
 VK = vlastní kapitál.

Údaje o vlastním a cizím kapitálu musí být vždy uváděny v tržních hodnotách. Použití hodnot účetních by mohlo vést k určitému zkreslení celkového výsledku. Výpočet

⁴ angl. Weighted average capital costs

⁵ Kdyby byla zjišťována pouze hodnota vlastního kapitálu, byla by diskontní míra stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

WACC není zdaleka tak jednoduchý, jak by se mohlo zdát. Z tohoto důvodu může být rozdělen do čtyř základních následujících kroků:

- I. určení váhy jednotlivých složek celkového kapitálu,
- II. určení nákladů na cizí kapitál,
- III. určení nákladů na vlastní kapitál,
- IV. přepočtení WACC. [2], [6]

2.4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých zisků

V německy mluvících zemích velice oblíbená metoda kapitalizovaných čistých zisků je metoda „netto“ neboli metoda „equity“, výsledná hodnota je tedy hodnotou vlastního kapitálu. Nejčastěji se pomocí této metody zjišťuje objektivizovaná hodnota. Lze však podle ní spočítat také hodnotu subjektivní (investiční), avšak tržní hodnotu tato metoda nezná. Existují dvě varianty výpočtu, první vychází z peněžních toků a druhá z upravených výsledků hospodaření. Protože první varianta je v podstatě obdobná jako metoda DCF, bude dále vysvětlena pouze druhá varianta⁶.

Při použití této metody musí být dodrženy určité zásady pro ocenění. Jsou to tyto obecně přijímané zásady:

- ocenění podniku jako hospodářského celku,
- princip rozhodného dne,
- rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný.

Jinak řečeno, podnik je zde nazýván jako účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, čili musí být brány v potaz všechny jeho části, například vztahy s odběrateli a dodavateli nesmí být vynechány. Hodnota podniku musí být vždy vztažena k určitému datu, neboť se může v čase změnit. Dělení majetku je také velice důležité, jelikož zahrnutí neprovozního majetku do ocenění může podnik značně nadhodnotit. Tento majetek by měl být oceňován likvidační hodnotou, nahlíží se na něj tak, jako by měl být určen k prodeji.

Postup při výpočtu je obdobný jako u ostatních výnosových metod. Nejprve je potřeba upravit minulé výsledky hospodaření, poté následuje podrobné plánování

⁶ Tzv. „varianta praktiků“ byla zpracována institutem auditorů (IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer)

očekávaných výsledků budoucích. Dále je určována diskontní míra, která se liší v závislosti na tom, jaká hodnota je zjišťována. Samotná hodnota se dá zjistit dvěma způsoby, pomocí analytické, či paušální metody. Vzorec pro dvoufázový výpočet hodnoty podniku analytickou metodou je následující:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i)^t} + \frac{T\check{C}V}{i} \cdot \frac{1}{(1+i)^T}, \quad (2.5.)$$

kde: H_n = hodnota podniku „netto“,
 $\check{C}V_t$ = odnímatelný čistý výnos v roce t ,
 i = kalkulovaná úroková míra,
 $T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého zisku v druhé fázi,
 T = délka první fáze.

V případě potřeby lze výpočet rozšířit také na třífázovou metodu, nebo jej upravit pro výpočet hodnoty podniku s omezenou životností. Kde nelze použít tento vzorec, přichází na řadu metoda paušální. Zde je potřeba nejprve zjistit velikost trvale odnímatelného zisku pomocí následujícího vzorce:

$$H_n = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.6.)$$

Kde: K = počet let zahrnutých do výpočtu,
 q_t = váha určující význam veličiny,
 $\check{C}V$ = minulý upravený čistý výnos.

Následná hodnota je pak vypočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého zisku a kalkulované úrokové míry. Pokud oceňovatel předpokládá omezenou životnost podniku, je opět možné tento vzorec modifikovat. [2]

2.4.1.3 Kombinované výnosové metody

Kombinované, někdy také nazývané jako korigované metody kombinují ocenění výnosové s majetkovým. Slouží především jako doplnění samotného ocenění, neboli jako vyrovnaní určitých nepřesností. Nejznámější a opět v německy mluvících zemích oblíbená je metoda střední hodnoty. V podstatě se počítá pouze jako průměr ze dvou hodnot, a to z výsledku majetkového a výnosového ocenění, přičemž se jednotlivým veličinám přiřazují různé váhy.

Druhá varianta se nazývá metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů a skládá se v podstatě z hodnoty substance⁷ a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ je rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou, jinak řečeno je to vlastně goodwill. Kalkulovaná úroková míra je zde stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál. [2]

2.4.1.4 Metoda EVA

Poslední výnosovou metodou je poměrně nová, přesto rychle se rozšiřující metoda EVA⁸, pomocí které je možno opět vypočítat hodnotu jak „netto“, tak i „brutto“. EVA je ekonomická přidaná hodnota, je to v podstatě přesnější ukazatel výnosnosti a jejím základem je, že měří ekonomický zisk. Základní vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty vypadá takto:

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (2.7.)$$

kde: NOPAT = zisk z operační činnosti podniku po odečtení daně,
Capital = kapitál vázaný v provozně nutných aktivech, lze jej nahradit veličinou NOA (čistá operační aktiva),
WACC = průměrné vážené náklady kapitálu.

Samozřejmě NOPAT i Capital (NOA) musí být patřičně upraveny. Dalo by se říci, že je potřeba provést obdobné úpravy jako u korigovaného provozního výsledku hospodaření a investovaného kapitálu v metodě DCF. Před výpočtem samotné hodnoty je potřeba ještě zmínit tržní přidanou hodnotu označovanou jako MVA. Představuje také hodnotu provozního goodwillu. Dá se spočítat dvěma způsoby:

- ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou NOA,
- ex ante jako současnou hodnotu EVA.

K výpočtu konečné hodnoty subjektu se nejčastěji používá, stejně jako u metody DCF, metoda dvoufázová. V druhé fázi je počítána věčná renta se stabilní ekonomickou přidanou hodnotou, avšak je možno počítat také s určitým tempem růstu. Je-li již vypočtena EVA, WACC a ostatní potřebné veličiny, pak výsledný vzorec vypadá takto:

⁷ Substancí je zde míněna majetková podstata podniku.

⁸ EVA angl. – economic value added

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{1+WACC^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T}}_{MVA} - D_0 + A_0, \quad (2.8.)$$

kde: NOA_0 = NOA k datu ocenění,
 T = počet let plánovaných EVA,
 D_0 = hodnota úročených dluhů,
 A_0 = neoperační aktiva. [2]

2.4.2 Metody založené na základě analýzy trhu

Tyto metody vycházejí z dat získávaných na trhu. Při ocenění touto metodou mohou nastat dvě různé situace. První situací je přímé ocenění z dat kapitálového trhu. Používá se při ocenění akciových společností, které jsou běžně obchodovány. Naopak pokud jsou oceňovány jiné než akciové společnosti, nebo ty a. s., které nejsou obchodovány, použijí se metody tržního porovnání. Tato skupina zahrnuje:

- a) metodu srovnatelných podniků,
- b) metodu srovnatelných transakcí a
- c) metodu odvětvových multiplikátorů. [2]

2.4.2.1 Metoda srovnatelných podniků

Jak vyplývá ze samotného názvu, tato metoda je založena na srovnání hodnoty podniků, které oceňujeme, s podniky, které už někdy nějakým způsobem oceněny byly. Pro srovnání jsou vybírány ty podniky, které mají podíly běžně obchodovány na veřejných trzích. Pro zjištění hodnoty se v praxi vytvořil určitý postup, který se skládá z následujících kroků:

- a) analýza národního hospodářství, jeho vývoje a stavu,
- b) analýza vývoje a stavu příslušného odvětví,
- c) analýza samotného oceňovaného podniku a finanční analýza,
- d) výběr srovnatelných podniků,
- e) analýza srovnatelných podniků,
- f) výběr vhodných multiplikátorů a volba jejich hodnot,

- g) výpočet hodnoty akcie oceňovaného subjektu a následné odvození konečné hodnoty akcie.

V této metodě je potřeba opravdu podrobná vnější analýza, aby byl dostatek dat k určení vhodných srovnatelných podniků. Podnik, se kterým bude oceňovaný subjekt porovnáván, by měl být srovnatelný především z hlediska rizika a výnosnosti. To je ale často nemožné, a proto jsou důležité i ostatní znaky jako například odvětví, či obor podnikání, vyráběné produkty, právní forma a použitá technologie. Důležitá je také struktura financování, nebo struktura odběratelů a dodavatelů.

Další klíčovou částí ocenění je volba vhodných násobitelů neboli multiplikátorů a jejich hodnot. Jejich princip je v podstatě jednoduchý, jedná se o hodnotu akcie vyjádřenou jako násobek vztahové veličiny. Nejpoužívanějším násobitelem je P/E^9 , ale kromě tohoto může být i mnoho dalších různých násobitelů. Srovnatelné podniky jsou běžně obchodovány na kapitálových trzích, jsou tedy známy jejich tržní ceny akcií, a proto by neměl být problém multiplikátory pro ně vypočítat. Konečné ocenění získáme tak, že takto vypočtenou hodnotu akcie srovnatelného podniku vynásobíme počtem jeho akcií, případně je možné ještě zvážit výši možné premie. [2]

2.4.2.2 Metoda srovnatelných transakcí

Tato metoda by se dala označit, z hlediska postupu výpočtu, za shodnou s metodou srovnatelných podniků. Rozdíl je pouze v tom, že v této metodě jsou násobitele počítány na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky. Je zde tedy možnost získat přímo hodnotu podniku vlastního kapitálu, či hodnotu podniku jako celku. [2]

2.4.2.3 Metoda odvětvových násobitelů

Tato metoda pracuje s úplně jinými hodnotami než předchozí dvě. Nevychází z hodnot jiných vybraných podniků, ale z průměrů hodnot násobitelů za odvětví. Často se zde objevují různá specifika, jako jsou například množstevní násobitelé. Příkladem toho může být vydavatelství novin, kde je cena stanovena jako násobek stálých odběratelů, nebo počtu vydání. Některé násobitelé se vztahují spíše k firemnímu goodwillu než k podniku jako celku. Z tohoto důvodu oceňovatelé v praxi určují nejprve substanční hodnotu věcného majetku,

⁹ P/E (Price/Earnings Ratio), tedy poměr mezi cenou akcie a ziskem na akcii.

poté odhadují velikost goodwillu a součtem obou hodnot získají jednu výslednou hodnotu podniku. [2]

2.4.3 Metody založené na analýze majetku

Pomocí následujících metod je zjišťována hodnota majetkové podstaty podniku, označované také jako substance neboli substanční hodnota. Substance podniku je v podstatě souhrn individuálně oceněných položek majetku snížený o souhrn individuálně oceněných závazků. Měly by být zahrnuty všechny složky majetku, na které byly vynaloženy nějaké výdaje a od kterých jsou zároveň očekávány nějaké výsledky. Metody jsou členěny podle toho, zda je předpokládána trvalá existence podniku, v tom případě je oceňováno na principu reprodukčních cen. Pokud není předpoklad dlouhodobější existence, oceňuje se likvidační hodnotou. [2]

2.4.3.1 Majetkové metody za předpokladu trvalé existence podniku

a) Účetní hodnota

Vychází z principu historických cen, tedy za kolik byl majetek při nákupu skutečně pořízen. Jistou výhodou této hodnoty je vysoká průkaznost ocenění, avšak často vede ke značné odchylce od reality, zejména u dlouhodobého majetku. Účetní hodnota slouží v rámci celkového ocenění podniku pouze jako doplňková hodnota.

b) Substanční hodnota

Tato hodnota vychází z principu reprodukčních cen a je vyjádřením částky, která by musela být vynaložena na koupi majetku, která je předmětem ocenění, v současnosti. V tomto případě se jedná o znovuvybudování oceňovaného podniku. Substanční hodnota na principu reprodukčních cen je opět pouze doplňujícím údajem souhrnného ocenění, avšak pro výnosové metody je velice užitečným doplňkem. [2]

2.4.3.2 Likvidační hodnota

Je zjišťována za předpokladu, že majetek oceňovaného podniku bude v blízké budoucnosti rozprodán, či jinak zlikvidován. Na určení likvidační hodnoty existuje jednoduchý postup, znázorněný v následující tabulce.

Tab. 2.3 Výpočet likvidační hodnoty

+	Příjmy z prodeje majetku (Za předpokladu, že se majetek bude rozprodávat postupně, nebo že prodej potrvá určitou dobu, používá se vždy současná hodnota.)
-	Výdaje na: a) vyrovnání dluhů, b) úhradu nákladů na likvidaci, c) úhradu daní.
+/-	Běžné příjmy a výdaje (Pokud podnik bude ještě nějakou dobu pokračovat v činnosti.)
=	Likvidační hodnota

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č.: [2]

Vzorec pro výpočet likvidační hodnoty vypadá vcelku jednoduše, avšak odhad příjmů z prodeje majetku je závislý na mnoha proměnných, což způsobuje, že tak jednoduchý není. Likvidační hodnota se mimo jiné používá například při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, při určení dolní hranice ocenění a v dalších případech. [2]

2.5 Postup pro ocenění

Existuje obecně uznávaný postup pro ocenění podniku, ačkoliv jej lze modifikovat podle konkrétních podmínek. Tyto podmínky musí být vždy určeny před začátkem oceňování. Mezi nejdůležitější informace, které musí být objasněny, patří:

- datum, ke kterému má být ocenění provedeno,
- metoda, která bude pro ocenění použita,
- důvod pro ocenění.

Kromě těchto základních dat je potřeba znát také další informace jako například kategorii hodnoty, která má být zjištěna atd. Od těchto informací se dále odvíjí samotný

postup při oceňování, který může být různý, podle zvolené metody. Obecně uznávaný univerzální postup se skládá z několika následujících kroků.

2.5.1 Sběr dat

Pro ocenění podniku je potřeba spousta různých dat, které jsou důležité pro jednotlivé kroky tohoto procesu. Na začátku je potřeba zjistit základní data o konkrétním subjektu, to zahrnuje všechny základní informace počínaje názvem, právní formou, či předmětem podnikání, přes účetní data, výroční zprávy, podnikové plány, až po informace o zaměstnancích. Důležité jsou také údaje o odbytu a marketingu, o struktuře odbytu z různých hledisek, o produktech, cenách, odbytových cestách atd. [2]

2.5.2 Strategická analýza

Jakmile jsou shromážděny všechny potřebné informace, přichází na řadu první analýza podniku, která má za úkol zjistit celkový výnosový potenciál podniku. Proces strategické analýzy je rozdělen do dvou částí, zjišťuje se vždy vnější a vnitřní potenciál. Vnější potenciál je představován příležitostmi a hrozbami, které existují na relevantním trhu, ve kterém oceňovaný subjekt působí. Vnitřní potenciál je naopak určován tím, jak podnik dokáže využívat daných příležitostí a čelit hrozbám, jinak řečeno představuje silné a slabé stránky podniku.

Při **analýze vnějšího potenciálu** je velmi důležité správně určit relevantní trh. Pro věrohodné výsledky musí být známa velikost trhu v hodnotových i hmotných jednotkách a jeho vývoj v čase. Velikost by měla být určována na základě celkových prodejů, čili podle velikosti poptávky. Další částí vnější analýzy je hodnocení daného trhu z hlediska jeho atraktivity. Základní kritéria pro určování atraktivity trhu jsou:

- růst trhu,
- velikost trhu (větší trh se za obvyklých okolností považuje za atraktivnější),
- konkurence,
- rentabilita, bariéry vstupu do odvětví a
- struktura zákazníků.

Poté se provádí prognóza vývoje trhu, neboť se skládá ze základních informací pro ocenění podniku. Aby byla tato data věrohodná, měla by být prokázána určitá shoda mezi nimi a prognózou národohospodářských ukazatelů.

Cílem **analýzy vnitřního potenciálu** je především určení tržního podílu, a to jak zjištění tržních podílů v minulosti, tak i prognózy budoucích tržních podílů. Nedílnou součástí toho je také identifikace hlavních konkurentů a jejich tržní síly. V tomto bodě je potřeba již mít stanovenou velikost relevantního trhu vyjádřenou ve fyzických i hodnotových jednotkách, aby z něj mohl být odvozován tržní podíl oceňovaného subjektu, a to opět v hodnotovém i fyzickém vyjádření. Výsledný odhad budoucích tržeb je následně zjišťován z výsledků předchozích analýz, tedy z prognózy relevantního trhu a konkurenční síly podniku, vyjádřené pomocí již zmiňovaného tržního podílu. Tyto dvě číselné řady jsou, jednoduše řečeno, vynásobeny, čímž vznikne třetí číselná řada, která představuje právě očekávané tržby oceňovaného podniku. [2]

2.5.3 Finanční analýza

Druhá analýza potřebná při výpočtu ocenění podniku se nazývá analýza finančního zdraví podniku, jinak řečeno finanční analýza. Jejimi hlavními cíli jsou prověření finančního zdraví podniku a vytvoření základu pro tvorbu finančního plánu. Základem analýzy jsou tedy hodnoty z minulých let, které jsou zpracovávány různými výpočty a grafy do konečných dat. Finanční analýzu lze shrnout do těchto základních kroků:

- ověření správnosti vstupních informací,
- analýza základních účetních výkazů (může být vertikální či horizontální),
- výpočet poměrových ukazatelů,
- zhodnocení dosažených výsledků.

Základními účetními výkazy jsou samozřejmě rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Neméně důležitým je i výkaz cash flow, který je možno také do analýzy zahrnout. Jak již bylo výše zmíněno, analyzovat tyto výkazy lze dvěma způsoby. Každý z nich však nakonec dojde k jiným výsledkům, proto je dobré zpracovat analýzu vertikální i horizontální.

Horizontální analýza vychází přímo z dat zveřejněných ve výkazech, případně z výročních zpráv. Provádí se v podstatě jednoduše, neboť v prvním kroku je potřeba pouze porovnat stavy hodnot za jednotlivé roky. Sledovány jsou nejen samotné položky v čase a jejich změna v absolutní hodnotě, ale také procentuální rozdíl těchto hodnot mezi jednotlivými roky. Horizontální analýzou je tato varianta nazývána proto, že jednotlivé položky výkazů jsou sledovány mezi sebou, tedy horizontálně. [2], [5]

Vertikální analýza rozebírá rozvahu i výkaz zisku a ztráty poněkud podrobněji. Rozebírá výkazy na jednotlivé položky a pro ty pak počítá, jaký poměr mají na celkové součtové veličině. Například u analýzy rozvahy je možno typicky porovnávat dlouhodobý majetek, nebo oběžná aktiva s celkovými aktivy atd. [2], [5]

Poslední a nejrozsáhlejší částí této podkapitoly je **analýza poměrových ukazatelů**. Jsou považovány za nejoblíbenější a nejpoužívanější metodu finanční analýzy, jelikož je to rychlý a téměř nenákladný způsob přiblížení finanční situace podniku. Poměrové ukazatele vycházejí nejčastěji z účetních dat a znázorňují vztah mezi dvěma, či více absolutními ukazateli. Údaje vypočtené z položek rozvahy mají zpravidla stavový charakter, naopak údaje zjištěné z výkazu zisku a ztráty znázorňují výsledky za určité období. Těchto ukazatelů existuje skutečně mnoho, a proto je potřeba jednotlivé ukazatele zařadit do nějakých skupin. Nejčastěji se používá členění na:

- ukazatele likvidity,
- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity a
- ukazatele zadluženosti.

Ukazatele likvidity určují schopnost podniku dostát všem svým závazkům. Měří prostředky, kterými je možno platit, s tím, co je zrovna potřeba uhradit. Likvidita je vlastně souhrn všech potencionálně likvidních prostředků, kterými podnik disponuje a které mohou sloužit pro úhradu splatných závazků. Je možno zkoumat ji na třech úrovních, lze zjistit likviditu běžnou, pohotovou a okamžitou. Počítají se následujícími způsoby:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.9.)$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{OA} - \text{pohledávky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.10.)$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobá finanční aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}. \quad (2.11.)$$

Do běžné likvidity jsou započítána všechna oběžná aktiva navzdory tomu, že některé jeho složky jsou méně likvidní než ostatní. Proto se počítá také likvidita pohotová a okamžitá. U pohotové likvidity jsou od oběžného majetku odečteny pouze zásoby jako nejméně likvidní. Schopnost podniku hradit dluhy splatné v určitou chvíli měří až okamžitá likvidita,

protože od oběžného majetku je odečtena nejen hodnota zásob, ale také hodnota pohledávek. V ukazateli tak zůstává pouze nejlikvidnější část, a to jsou peněžní prostředky podniku. [5]

Další část analýzy, která poměřuje zisk s výší zdrojů, které byly vynaloženy na jeho vznik, bude provedena pomocí **ukazatelů rentability** neboli výnosnosti. Za vrcholový ukazatel výnosnosti je považována rentabilita celkového kapitálu (rentabilita aktiv) zobrazena ve vzorci:

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100 \quad (2.12.)$$

Výnosnost celkového kapitálu je vyjádřena vztahem mezi hrubým ziskem a vloženým kapitálem. Výsledná hodnota je tedy dána tím, kolik zisku před odečtením úroků a daní vygenerovala jedna koruna z celkového kapitálu. Vzorec lze modifikovat tak, že do čitatele je dosazen místo EBITU čistý zisk zvýšený o úroky. Dalším ukazatelem je rentabilita vlastního kapitálu, která se spočte jako následující poměr:

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{VK} \cdot 100 \quad (2.13.)$$

Rentabilita vlastního kapitálu je v podstatě drobnou modifikací prvního ukazatele. EBIT je zde nahrazen čistým ziskem a celkový vložený kapitál pouze vlastními zdroji. Výsledek tedy vyjadřuje, kolik jedna koruna vlastních zdrojů vygenerovala čistého zisku. U tohoto ukazatele je třeba dávat pozor na takzvaný „**paradox ROE**“, který může nastat v případě, že podnik v daném období nedosáhl zisku, ale ztráty. Pokud má totiž daná účetní jednotka také záporný vlastní kapitál, pak ukazatel poměřuje dvě záporné hodnoty, z čehož přirozeně vznikne hodnota kladná. Výnosnost lze také spočítat pro dlouhodobě investovaný kapitál, a to pomocí níže uvedeného vztahu:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + \text{Dlouhodobý CK}} \cdot 100 \quad (2.14.)$$

Tento ukazatel je opět počítán pomocí EBITU, tedy hrubého zisku před úroky a daněmi. Zisk je v tomto případě poměřován s dlouhodobými zdroji, a to jak s vlastními, tak i s cizími. Používá se zejména při mezipodnikovém srovnání, například k měření monopolních veřejně prospěšných společností. Posledním ukazatelem výnosnosti je rentabilita tržeb, která je vyjádřena vztahem:

$$ROS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} \cdot 100 \quad (2.15.)$$

Výpočet rentability tržeb obsahuje čistý zisk stejně jako rentabilita vlastního kapitálu, avšak zde je poměřován s výši tržeb. Kolik korun čistého zisku přináší jedna koruna tržeb je tedy výsledkem tohoto ukazatele. [3], [5]

Efektivnost hospodaření společnosti s jejími aktivy a jednotlivými složkami aktiv je promítnuta v analýze **ukazatelů aktivity**. Zde se ukazuje, jestli má podnik přiměřené množství aktiv. Pokud jich totiž nemá dostatek, mohl by přijít o potenciální tržby, na druhou stranu větší než přiměřené množství by mohlo vést k naprosto zbytečně drženým zásobám. Existuje řada dílčích ukazatelů sloužících k tomuto účelu, prvním z nich je počet obrátů aktiv, který je zjišťován pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (2.16.)$$

Tento poměr mezi tržbami a majetkem společnosti vypovídá o rychlosti obrátu aktiv. Vyjadřuje kolik zisku je firma schopna vygenerovat svými zdroji v průběhu jednoho roku. Dalším ukazatelem je doba obrátu aktiv. Počítá se především pro zásoby, pohledávky, či závazky a je zobrazena v těchto vzorcích:

$$\text{Doba obrátu zásob} = 360 \cdot \frac{\text{Zásoby}}{\text{Spotřeba zásob}} \quad (2.17.)$$

$$\text{Doba obrátu zboží} = 360 \cdot \frac{\text{Zboží}}{\text{Náklady na prodané zboží}} \quad (2.18.)$$

$$\text{Doba obrátu pohledávek} = 360 \cdot \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}} \quad (2.19.)$$

Položky v čitateli a ve jmenovateli by měly být vždy vykazovány ve stejných cenách, což znamená, že tyto vzorce lze lehce modifikovat. Například do jmenovatele u doby obrátu zásob lze za jistých okolností dosadit průměrné denní tržby. Doba obrátu zásob je ukazatel vyjadřující průměrnou délku časového období, po které jsou tato aktiva vázána ve formě zásob na skladě, prodejně či jinde. Jinak řečeno, je to vlastně počet dní, které uplynou od nákupu těchto zásob, až po jejich přeměnu zpět na peněžní prostředky. Tento princip platí jak pro ukazatele doby obrátu materiálu, tak i pro dobu obrátu zboží. Při výpočtu doby obrátu pohledávek je potřeba rozlišovat dlouhodobé a krátkodobé pohledávky, aby výsledky měly vyšší vypovídací schopnost. Doba obrátu pohledávek může být porovnávána s jejich průměrnou dobou splatnosti, neboť informuje o tom, kolik dní obvykle trvá dlužníkům, než pohledávku zaplatí. [2], [3], [5]

Poslední skupinou poměrových ukazatelů popisovaných a propočítávaných v této práci jsou ukazatele **dlouhodobé finanční rovnováhy**, někdy označované také jako ukazatele zadluženosti podniku. Zadlužený je v podstatě každý podnik, který je používá pro svou činnost financování nejen vlastními, ale i cizími zdroji. Do jaké míry podnik užívá právě tyto cizí zdroje, je zjišťováno touto analýzou. Základním ukazatelem dlouhodobé finanční rovnováhy je ukazatel celkové zadluženosti:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Dluhy}}{\text{Aktiva}} \cdot 100 \quad (2.20.)$$

Pomocí tohoto vzorce je zjišťováno, do jaké míry jsou aktiva společnosti kryta cizím kapitálem neboli dluhy. Vysoký ukazatel může představovat riziko pro věřitele. Pokud společnost preferuje k financování spíše cizí zdroje, pak ukazatel vyjde 0,5 a více. Může se stát, že dosáhne hodnoty převyšující 1, a to v případě záporného kapitálu. Dalším ukazatelem je zadluženost vlastního kapitálu:

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Dluhy}}{\text{VK}} \cdot 100 \quad (2.21.)$$

Zadluženost vlastního kapitálu bývá klíčová například při poskytování úvěrů bankou. Optimální stav zadluženosti je tehdy, když vlastní zdroje převyšují cizí zdroje. Třetí ukazatel dlouhodobé finanční stability je finanční páka vyjádřena v následujícím vzorci:

$$\text{Finanční páka} = \frac{A}{\text{VK}} \quad (2.22.)$$

Finanční páka představuje poměr mezi aktivy a vlastními zdroji, čímž vyjadřuje podíl cizích zdrojů na financování celkových aktiv. Výměnou čitatele za jmenovatele vznikne vzorec pro výpočet koeficientu samofinancování, který vyjadřuje schopnost firmy krýt své potřeby vlastními zdroji. Posledním uvedeným ukazatelem je úrokové krytí zobrazeno v následujícím vzorci:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (2.23.)$$

Pomocí výsledku tohoto vzorce je znázorněno, jestli je společnost schopna ze zisku hradit nákladové úroky a kolikrát jsou tyto úroky kryty výši zisku. Výměnou jmenovatele a čitatele je možné opět získat další ukazatel, a sice úrokové zatížení. [3], [5]

2.5.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná by se měla provádět u všech ocenění, pokud je to alespoň trochu možné. Podnik se totiž oceňuje především na základě jeho očekávajících budoucích výkonů, avšak některá aktiva nemusí být prakticky vůbec využívána, a tudíž z jejich vlastnictví nemůže být žádný výsledek očekáván. Tato aktiva by proto měla být oceňována zvlášť, a to likvidační hodnotou. Nejčastějším případem těchto provozně nepotřebných aktiv bývá finanční majetek, nemovitosti, které nejsou používány pro základní činnost podniku, nebo pohledávky, které také nesouvisí s hlavní činností podniku.

Provozně nutný majetek podniku je tedy takový majetek, který slouží k provozování hlavní ekonomické činnosti, nebo s ní úzce souvisí. Určuje se z bilanční sumy, která je modifikována ze dvou hledisek. Z dlouhodobých aktiv jsou vyřazována provozně nenutná aktiva a oběžný majetek je snižován o závazky, jejichž náklady nejsou explicitně vyčíslitelné.

S tím souvisí také **korigovaný provozní výsledek hospodaření**, který bude při výpočtech používán, jelikož by měl logicky navazovat na provozně nutná aktiva. Znamená to, že výnosy obsažené v korigovaném provozním výsledku hospodaření by měly být generovány provozně nutnými aktivy. Stejně tak náklady korigovaného provozního výsledku hospodaření by měly být vynaloženy na provozně nutný majetek, či jeho provoz. [2]

2.5.5 Finanční plán

Finanční plán je nedílnou součástí každého procesu oceňování, kdy je použita některá z výnosových metod. V ostatních případech může být tento krok vynechán. Základem tohoto plánu je sestavení rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow pro budoucí roky. Vždy se vychází z dříve sestavených analýz minulých let. S tímto úzce souvisí generátory hodnoty, což jsou základní podnikohospodářské veličiny, které určují hodnotu podniku. Tyto dílčí veličiny by měly být vždy plánovány pomocí dílčích plánů, které jsou poté velice důležité při sestavování komplexního finančního plánu. Před jeho sestavením musí být tedy určeny budoucí:

- tržby, včetně jejich růstu,
- investice do provozně nutného majetku (dlouhodobého).

Odhad budoucích tržeb vychází ze strategické analýzy, vnějším potenciálem byly určeny tržní podmínky, za kterých by měl plánovaný vývoj nastat. Musí však být brány

v potaz také kapacitní podmínky dané firmy. Pracovní kapitál pro účely oceňování je od běžného pracovního kapitálu lehce modifikován. Nyní se od pohledávek a zásob odečítají neúročené závazky, dále se přičítá časové rozlišení aktiv a odečítá časové rozlišení pasiv. To znamená, že součástí tohoto plánu je také plán zásob, pohledávek a závazků. Plán investic do provozně nutného dlouhodobého majetku je jednou z nejtěžších částí analýzy generátorů hodnoty a často se neobejde bez přítomnosti znalce. V této práci bude pro plánování investic použit koeficient investiční náročnosti růstu tržeb, který je zjišťován jako poměr celkového přírůstku provozně nutného dlouhodobého majetku a celkový přírůstek tržeb za sledované období. Vynásobením tohoto koeficientu a přírůstku tržeb budou pak vypočteny budoucí plánované investice. [1], [2]

Jakmile jsou sestaveny všechny dílčí plány, je možno přistoupit k samotnému plánování výkazů pro budoucí období. Nejprve je sestavován plán výkazu zisku a ztráty, neboť pro jeho sestavení není potřeba mít naplánované ostatní výkazy. Jednotlivé položky budou plánovány podle odhadnutých tržeb, nejčastěji pomocí průměrného poměru dané položky na tržbách v minulých letech. Následně jsou současně sestavovány výkaz o peněžních tocích a rozvaha. Současně jsou počítány proto, že potřebné informace pro jejich úplné vyplnění se prolínají. Do výkazu o peněžních tocích jsou přebírány data jak z rozvahy a VZZ, tak i s ostatních dílčích plánů. Naopak výsledné peněžní prostředky z výkazu cash flow jsou opisovány do plánované rozvahy.

2.5.6 Ocenění

Všechn dosavadní uvedený postup je platný pro všechny metody. Samozřejmě jsou zde předpokládány určité modifikace podle odlišných podmínek pro ocenění. Například finanční plán je třeba zpracovat, jak již bylo výše uvedeno, především u výnosových metod. Také generátory hodnoty nemusí být určovány vždy, ale především pokud je předpokládáno další pokračování podniku.

2.5.6.1 Výběr metody

Přesto, že první kroky postupu pro ocenění jsou pro všechny metody téměř stejné, je třeba si konkrétní metodu vybrat ještě před začátkem ocenění. Je mnoho aspektů ovlivňujících toto rozhodnutí. Prvně je důležité znát objekt ocenění, zda se jedná o obchodní závod, či jen o podíl ve společnosti, také zda je podnik výnosový a existuje předpoklad going concern, nebo naopak. Metoda se vybírá dále podle toho, pro koho je ocenění prováděno a za jakým

účelem. Také musí být objasněno, na jaké hladině bude podnik oceněn, zda netto či brutto. Některé metody sice lze použít pro obě hladiny, ne však všechny. Další postup bude již popisován pouze pro metodu DCF, neboť právě tato metoda bude použita pro výpočet hodnoty vybraného podniku v dalších kapitolách této práce. [2]

2.5.6.2 Diskontní míra

Nástroj, který do celkového ocenění podniku promítá faktor času, se nazývá diskontní míra, jinak řečeno kalkulovaná úroková míra. Diskontování znamená přepočet peněžní částky, která bude v budoucnu přijata nebo vydána na současnou hodnotu. Diskontní míra je tedy určitá míra výnosnosti pro tento přepočet. Kalkulovaná úroková míra se určuje podle výnosnosti alternativní investice. [6]

2.5.6.3 Stanovení nákladů kapitálu

Z pohledu podniku představuje diskontní sazba náklady kapitálu, který poskytl investoři. Základem pro určení správné diskontní míry je proto stanovení nákladů na kapitál, které jsou v případě metody DCF entity, průměrné vážené náklady kapitálu. WACC se skládají ze dvou složek, z nákladů na vlastní a na cizí kapitál, a vzorec pro jejich výpočet je uveden v kapitole 2.4.1.1 Metoda DCF.

Hodnota podniku bude oceňována tržní hodnotou, takže i náklady cizího kapitálu je nutné vztahovat k tržní hodnotě. Budou zahrnovat náklady na úvěry získané formou bankovních úvěrů, dluhopisů, leasingu atd. Pro tyto případy se cizí kapitál může odhadnout pomocí jednoduchého obecného vzorce:

$$N_{CK} = r_f + RP_{CK}, \quad (2.24.)$$

kde: N_{CK} = náklady na cizí kapitál,
 r_f = bezriziková výnosová míra¹⁰ a
 RP_{CK} = riziková prémie cizího kapitálu.

K odhadu bezrizikové výnosové míry jsou v praxi používány většinou státní dluhopisy s výnosností do splatnosti. Riziková přírážka může být určena pomocí ratingu¹¹.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál je možno použít několik metod. Nejčastěji se používá model CAPM¹², který bude použit i v této práci. Tyto náklady mohou být stanoveny také pomocí stavebnicové metody, dividendového modelu, či jiných přístupů. Model CAMP je postaven na tzv. přímce cenných papírů, kterou je od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko odvozena střední očekávaná výnosnost cenného papíru. Popsaný vztah je uveden v následujícím vzorci:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_A, \quad (2.25.)$$

kde: $E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost CP.
 r_f = bezriziková výnosnost,
 $E(R_m)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu,
 β_A = koeficient CP.

Výsledkem je tedy očekávaná výnosnost cenného papíru vyjádřená v procentech, která v tomto případě znázorňuje hledané náklady na vlastní kapitál. Většina dat je brána z prostředí kapitálového trhu. Koeficient beta je v tomto vztahu jediný, který se váže na konkrétní podnik a vyjadřuje vztah mezi jednotkovou výnosností a jednotkovým rizikem. Koeficient beta pro zadlužený podnik se vypočte pomocí vzorce č. 2.26.

¹⁰ Bezriziková výnosová míra je výnosnost investičních nástrojů, které nejsou spojeny s rizikem.

¹¹ Riziková třída pro dluhopisy

¹² Model oceňování kapitálových aktiv

$$\beta_A = \beta_N \cdot (1 + (1 - t) * \frac{D_{t-1}}{E_{t-1}}), \quad (2.26.)$$

kde: β_N = koeficient beta nezadlužené firmy,

t = daňová sazba,

D_{t-1} = hodnota dluhu v předchozím roce,

E_{t-1} = hodnota vlastního kapitálu v předchozím roce.

Když jsou propočteny hodnoty vlastního i cizího kapitálu, je možné začít s výpočtem WACC, tedy průměrnými váženými náklady kapitálu. Vzorec pro výpočet již byl uveden v kapitole 2.4. [2], [6]

2.5.6.4 Zjištění hodnoty podniku

Pokud jsou již řádně a správně provedeny všechny kroky procesu a jsou také vypočteny výše zmíněné náklady kapitálu, pak je na čase přikročit k samotnému ocenění. Při použití metody diskontovaných peněžních toků existují dvě možnosti výpočtu hodnoty. V kapitole 2.4.1. je v popisu této metody uveden jak vzorec obecný, tak i vzorec pro metodu dvoufázovou, který bývá v praxi používán častěji. Výsledek dvoufázové metody bývá přesnější, neboť vychází z přesněji sestaveného finančního plánu, který je sestavený na více let dopředu. Pro realizaci výpočtu hodnoty musí být známy také volné peněžní toky. Postup pro jejich vyčíslení je také uveden v kapitole 2.4.1. [2]

3 Charakteristika obchodní společnosti POL-AGRO TRADING ZT s.

r. o.

V této kapitole již bude charakterizována konkrétní společnost, která byla vybrána pro následné ocenění. Nejprve jsou zde uvedeny základní informace o vybrané společnosti, jako například obchodní název, sídlo, předmět podnikání, základní kapitál apod. Na tuto část již plynule navazují praktické výpočty v podobě strategické a finanční analýzy. V rámci strategické analýzy bude provedena analýza vnějšího a vnitřního potenciálu firmy, což bude podrobněji rozvedeno níže. Dále bude provedena, kromě vertikální a horizontální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty, také analýza poměrových ukazatelů. V závěru této kapitoly bude popsáno rozdělení na provozně nutná a nenutná aktiva společnosti, včetně zdůvodnění tohoto rozdělení. Základní informace o této společnosti jsou znázorněny v níže uvedené tabulce.

Tab. 3.1 Charakteristika společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o.

Název	POL-AGRO TRADING ZT s. r. o.
Sídlo	Palkovická 2393, 738 01 Frýdek-Místek
IČO/DIČ	25860968/CZ25860968
Předmět podnikání	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Právní forma	Společnost s ručením omezeným
Základní kapitál	28 100 000 Kč
Zápis do OR	20. 6. 2000 u KOS v Ostravě
Statutární orgán	Jednatelé <ul style="list-style-type: none">• Ing. Petr Martiník• Otakar Martiník
Počet zaměstnanců	19

Zdroj: Vlastní zpracování

Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. byla založena původně dvěma společníky, panem Otakarem Martiníkem a Ing. Petrem Martiníkem, a to v roce 2000. V té době firma sídlila v malých pronajatých prostorách ve Sviadnově a počet jejích zaměstnanců byl také mnohem nižší. Při prvním zápisu do OR byly zapsány tyto předměty podnikání:

- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej,
- zprostředkovatelská činnost obchodů, služeb, zakázek a reklamy,
- pronájem strojů a přístrojů a
- marketingová činnost.

Jedná se především o nákup, prodej, pronájem a služby týkající se zemědělských strojů. Marketingová činnost a zprostředkování reklamy jsou myšleny pouze jako propagace vlastní firmy.

Dnes již patří tato společnost mezi významné dodavatele polské zemědělské a komunální techniky v ČR. POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. zastupuje nejen na českém

trhu čelní renomované polské výrobce úzce svázané s nadnárodními koncerny světových značek, jako jsou URSUS, POMOT, UNIA a další. Prodej strojů na celém území ČR je zprostředkováván často prostřednictvím různých partnerů zabývajících se regionálním prodejem. Nejčastěji prodáváným sortimentem společnosti je především transportní technika, dále také svinovací lisy, rozmetadla, postřikovače, krmné vozy nebo stroje pro sklizeň píce. V období útlumu zemědělské sezóny společnost dováží sněhové radlice, pluhy, zametací kartáče, sněhové frézy a sypače silnic. Součástí firmy je dnes také prodejna se zahradní a lesní technikou, profesionální servis zemědělské i zahradní techniky, také pneuservis jak zemědělských, tak i osobních vozidel a velice rozsáhlý sklad náhradních dílů.

Do roku 2012 se společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. v účetnictví řídila běžným kalendářním rokem, avšak od roku 2013 přešla na rok hospodářský, který začíná dubnem a končí tedy březnem následujícího roku. Výkazy společnosti v účetní závěrce ke konci účetního období 2013 jsou tedy sestaveny nikoli za 12, ale za 15 měsíců. Protože jak strategická a finanční analýza, tak i finanční plán bude sestavován na základě vývoje let 2010 až 2015, budou provedeny následující opatření. Mezi jednotlivými roky musí být zachována určitá srovnatelnost, a proto budou výkazy za rok 2013 přepočítány. Každá roční hodnota z výkazů za tento rok použita v této práci bude rozpočítána na 15 měsíců a vynásobená dvanácti, aby byly zachovány hodnoty odpovídající dvanáctiměsíčnímu období.

3.1 Strategická analýza

Klíčovou částí procesu oceňování podniku je bezesporu strategická analýza. Je jednou z nejdůležitějších analýz, a to z toho důvodu, že obsahuje vývoj podniku zevnitř i vývoj vnějšího prostředí, ve kterém podnik působí. Tato data společně s výsledky finanční analýzy pak tvoří základ pro sestavení finančního plánu. Strategická analýza je tedy tvořena analýzou vnějšího a vnitřního potenciálu podniku, které obsahují další dílčí analýzy přibližující situaci podniku na trhu.

3.1.1 Vnější potenciál oceňovaného podniku

Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. se v rámci své hlavní ekonomické činnosti zabývá nákupem a následným prodejem zemědělské, komunální a lesnické techniky. Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je jmenovaná společnost zařazována do

kategorie č. 46.61¹³. V rámci analýzy vnějšího potenciálu musí být určen relevantní trh. Pro tuto analýzu byl vymezen na území České republiky a z hlediska ekonomické činnosti podle CZ-NACE 46.6, neboť nejpresnější možná data existují pouze pro tuto klasifikaci ekonomické činnosti. Velice důležité je určit co nejpresněji vývoj tržeb za dané odvětví, aby mohl být následně odvozen tržní podíl oceňovaného subjektu. Kromě toho by měly být zpracovány také statistiky vybraných makroekonomických ukazatelů, které budou ve finančním plánu také zohledněny. Jedná se zejména o ukazatel HDP a inflaci, tyto dvě veličiny a jejich vývoj budou blíže rozebrány v další části této kapitoly.

Souvislost mezi prognózou relevantního trhu a prognózou národohospodářských ukazatelů je velice důležitá proto, že odhad vývoje trhu se dále používá již jako základ tržního ocenění. Hrubý domácí produkt je jedním z nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů měřících výkonnost ekonomiky. Pomocí tohoto ukazatele je vyjadřována celková peněžní hodnota statků a služeb vyrobených obvykle za jeden rok výrobními faktory na území státu. Statistiky hodnoty HDP a dalších veličin budou zpracovány zpětně za posledních 6 let, tedy od roku 2010 do roku 2015. Vývoj hrubého domácího produktu, včetně meziročního tempa jeho růstu, je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.2 Vývoj HDP v letech 2010 až 2015

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mil. Kč)	3953651	4033755	4059912	4098128	4313789	4554615
Meziroční tempo růstu (%)		2,0	0,6	0,9	5,3	5,6

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č. [8]

Na začátku sledovaného období jsou vidět mezi jednotlivými roky pouze malé rozdíly. Některé kraje zaznamenaly mírný pokles, jiné stagnaci, avšak v celkové statistice za ČR se HDP každý rok, byť jen minimálně, zvýšil. Tento trend byl ukončen až v roce 2014, kdy končí období recese a je zaznamenán meziroční nárůst o 5,3 %. Podobný vývoj měl tento ukazatel i v následujícím období, kdy meziroční nárůst dosáhl dokonce 5,6 %. Další důležitou veličinou, kterou je třeba začlenit do strategické analýzy, je inflace. Je to ukazatel znázorňující zvýšení cenové hladiny zboží i služeb za určité časové období. Vývoj inflace v České republice je opět znázorněn, včetně meziročního tempa růstu, v tabulce níže uvedené.

¹³ CZ-NACE 46.61 Velkoobchod se zemědělskými stroji, strojním zařízením a příslušenstvím

Tab. 3.3 Vývoj inflace v letech 2010 až 2015

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflace	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3
Meziroční tempo růstu (%)		26,67	73,68	-57,58	-71,43	-25,00

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č. [7]

V roce 2011 inflace vzrostla o více než 26 %, jedním z důsledků tohoto růstu je pravděpodobně zvýšení cen na konci tohoto roku z důvodu zvýšení sazby DPH v následujícím roce. Po tomto zvýšení přirozeně následovalo další, a to na hodnotu 3,3, kdy meziroční nárůst inflace dosáhl až necelých 74 %. Důvodem byla již zmiňovaná sazba daně z přidané hodnoty. Po odeznění primárních dopadů snížení DPH klesla i míra inflace. Vývoj inflace je od tohoto roku klesající až do roku 2015.

Nejdůležitější částí vnějšího potenciálu je určit relevantní trh, ve kterém podnik působí. Pro tento trh budou následně zjišťovány tržby za minulá období, díky kterým bude v další části strategické analýzy odhadnut tržní podíl společnosti. Na určení relevantního trhu navazuje také analýza konkurence, která je prováděna v rámci analýzy vnitřního potencionálu podniku. Při tomto určování musí být trh posuzován z několika hledisek, a to podle:

- produktu,
- území,
- zákazníků a
- konkurentů.

Pro společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. byl relevantní trh určen z hlediska věcného jako prodej zemědělské, lesnické a zahradní techniky dalším prodejcům v rámci prodejních sítí regionálních prodejců a konečným zákazníkům. Z hlediska území byl trh vymezen na území celé České republiky. Co se týče zákazníků, společnost prodává stroje a ostatní techniku jak drobným zemědělcům, tak i podnikatelům s větším hospodářstvím. Kromě toho má společnost vytvořenou síť obchodních partnerů po celé České republice, přes které je pak zajišťován prodej ostatním konečným zákazníkům. Takto vymezenému trhu odpovídá ekonomická činnost klasifikována podle CZ-NACE jako skupina 46 (Velkoobchod, kromě motorových vozidel), konkrétně podskupina 46.61 (Velkoobchod se zemědělskými stroji, strojním zařízením a příslušenstvím). Protože ale žádný institut neeviduje tržby za tuto

podskupinu, musely být celkové tržby vypočítány z různých zdrojů. K dispozici jsou tržby za českou produkci zemědělských zdrojů¹⁴ a bilance zahraničního obchodu¹⁵.

Tab. 3.4 Vývoj relevantního trhu v mil. Kč

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Česká produkce	17676	20374	23923	27 695	28450	27861
Vývoz	9686	11830	14612	15001	15198	15905
Dovoz	9711	13600	15285	15197	17059	17500
Celkem	17701	22144	24596	28057	30311	29456
Meziroční změna (%)		25,10	11,07	13,39	8,68	-2,82

Zdroj: Vlastní zpracování dle zdroje č. [9] a č. [19]

Trh se zemědělskými stroji má po většinu období rostoucí charakter, i když v některých letech nebyl nárůst celkových tržeb příliš výrazný. V posledním roce byl v České republice zaznamenán dokonce menší pokles, z dlouhodobého hlediska však lze stále na trh nahlížet jako na mírně rostoucí.

3.1.2 Vnitřní potenciál oceňovaného podniku

V této části bude zkoumán podnik v rámci podnikatelského prostředí analyzovaného v předchozí podkapitole. Nejdůležitější úloha této analýzy je určení tržního podílu společnosti na relevantním trhu. Jelikož celkové tržby jsou již známy z předchozího textu a tržby samotné společnosti jsou uvedeny v jejích výkazech, neměl by již být s určováním tržního podílu problém. Další podstatnou částí analýzy vnitřního potenciálu je správné určení nejvýznamnějších konkurentů společnosti. Proto tomuto tématu bude věnována následující část kapitoly.

3.1.2.1 Stanovení tržního podílu

Prvním krokem analýzy vnitřního potenciálu podniku je určení jeho tržního podílu. Nejprve se vypočítávají tržní podíly historicky za co nejdelší sledované období, poté se určuje meziroční změna, na základě které se sestavuje plán tržních podílů v budoucích letech. Tento plán bude sestaven až v následující kapitole. V tabulce č. 3.5. bude vypočten pouze tržní podíl minulých let a jeho meziroční změny. Tato data budou zpracována také graficky.

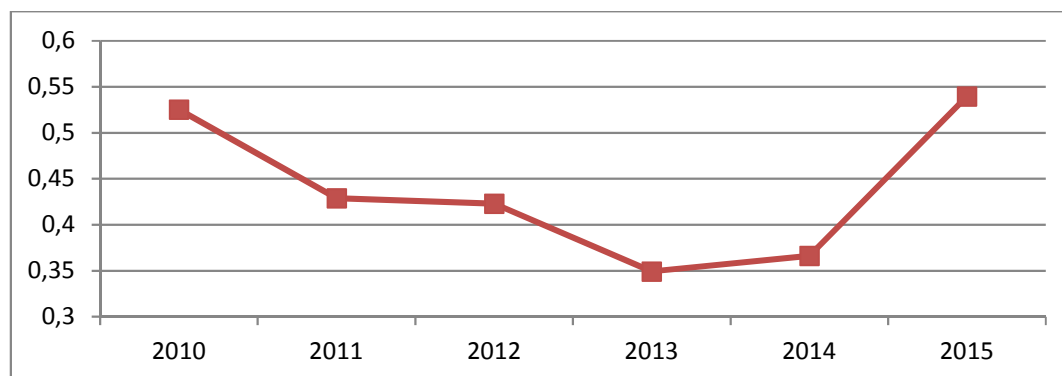
¹⁴ Zdroj: ČSÚ

¹⁵ Zdroj: MPO

Tab. 3.5 Stanovení tržního podílu společnosti v mil. Kč

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trh	17 701	22 144	24 596	27 891	30 311	29 456
Tržby	93	95	104	98	111	159
Tržní podíl (%)	0,53	0,43	0,42	0,35	0,37	0,54
Meziroční změna (%)		-18,35	-1,44	-17,05	4,59	46,94

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3.2 Tržní podíl společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o.

Zdroj: Vlastní zpracování

Tržní podíl společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. není příliš vysoký, především v roce 2013 je vidět největší pokles za sledované období. Tržby společnosti se v tomto roce nedostaly příliš vysoko, přestože zájem o zemědělskou techniku byl v tomto roce evidentně poměrně vysoký. Od roku 2010 je sice vidět, že tržní podíl se výrazně snižoval, což mohlo být do jisté míry způsobeno stěhováním sídla z pronájmu do vlastních prostor. Pokud by se však zachoval pozitivní vývojový trend, který je zaznamenán právě od roku 2013, dalo by se očekávat, že tržní podíl společnosti v budoucnosti poroste.

3.1.2.2 Analýza konkurence

Součástí strategické analýzy by měla být alespoň stručná analýza některých největších konkurentů. Jelikož v analýze vnějšího potenciálu se vymezuje relevantní trh a jsou zjišťovány jeho celkové tržby, mělo by být toto tržní prostředí charakterizováno podrobněji. Pro tuto analýzu byly, za pomoci obchodních pracovníků POL-AGRA, vybrány některé firmy konkurující oceňované společnosti, které budou stručně charakterizovány pro lepší přiblížení tržního prostředí. Ze společností, které jsou z hlediska tržního podílu srovnatelné s oceňovaným subjektem, byly vybrány firmy Moreau Agri, spol. s. r. o., Cime, s. r. o., Agrospektrum a Agrotechnika Vaněk s. r. o. Za konkurenci lze ovšem považovat i firmy

menší, například Prodag Zlín nebo B-Agro Březová, a samozřejmě také podniky většího rozsahu jako například STROM PRAHA, spol. s r. o., AgriCS nebo Agrotec.

Moreau Agri, spol s. r. o. je česko-francouzská společnost zabývající se stejně jako POL-AGRO dovozem zemědělských strojů s tím rozdílem, že stroje jsou dováženy převážně z Francie. Byla založena roku 1991 jako společnost s ručením omezeným a prvním dováženým zbožím byly stroje právě z Francie značky Moreau, od které je odvozen dnešní název společnosti. Moreau Agri disponuje základním kapitálem ve výši 10 000 tis. Kč a tržby z prodeje zboží za rok 2015 činily 983 872 tis. Kč. [10]

Další společnost s ručením omezeným se nazývá **CIME, s. r. o.** a sídlí v Pelhřimově. Tento podnik byl založen roku 1994, přičemž v této době se zabýval pouze prodejem zemědělských strojů, postupem času byl však jeho prodáváný sortiment rozšířen například o komunální, zahradní a další techniku. Základní kapitál společnosti činí 1 020 tis. Kč a v roce 2014 dosáhla CIME tržeb ve výši 266 352 tis. Kč. [11]

Agrotechnika Vaněk s. r. o. je dalším významným konkurentem. Je to společnost působící na zdejším trhu také již od roku 1994 a sídlící v Praze. Stejně jako oceňovaný subjekt nabízí Agrotechnika Vaněk různou zemědělskou techniku včetně dopravy, záručního i pozáručního servisu a obdobných služeb. Základní kapitál společnosti je k 31. 12. 2016 ve výši 41 090 tis. Kč a tržby z prodeje zboží a služeb tentýž rok činí 95 277 tis. Kč. [12]

V roce 1997 byla v Březové založena další společnost s ručením omezeným s názvem B Agro, která až v roce 2005 byla přejmenována na **B Agro Březová**. Již od počátku byl hlavním cílem společnosti prodej zemědělské techniky, který se dále vyvinul také ve výrobu strojů a vývoj nových technologií. Nyní B Agro Březová vlastní užitný vzor chráněný Patentovým úřadem ČR na nový systém moření. Její základní kapitál dosahuje výše 7 503 tis. Kč a za rok 2016 dosáhli tržeb ve výši 25 109 tis. Kč. [13]

Dalším silným konkurentem je společnost **STROM PRAHA, spol. s. r. o.**, která sídlí také v Praze. Tato společnost působí na českém trhu již od roku 1991 a svým zákazníkům prodává jak dovezenou, tak i tuzemskou zemědělskou techniku. Od roku 2006 se společnost stala výhradním dovozcem veškeré techniky velmi známého světového výrobce John Deere pro Českou republiku. Nyní má STROM PRAHA základní kapitál pouze ve výši 20 000 tis. Kč, avšak její roční tržby za rok 2015 dosahují výše 2 693 065 tis. Kč. [14]

Jednou z největších společností působící v České republice, kterou je také důležité zmínit, je koncern **Agrofert, a. s.** Založena byla v roce 1993 s pouhými čtyřmi zaměstnanci a nyní je již nadnárodní společností a ovládající osobou mnoha významných konkurentů POL-AGRA, jako jsou například AGRI CS, a. s. nebo AGROTEC, a. s. [15]

3.2 Finanční analýza

Dalším důležitým krokem ve výpočtu hodnoty podniku je právě finanční analýza, která je prováděna z výkazů vybrané společnosti. K výpočtům týkajících se finanční analýzy je potřeba přistupovat velmi svědomitě, aby výsledky podávaly věrný obraz finančního zdraví oceňovaného podniku. Aby mohlo být provedeno ocenění podniku výnosovou metodou, musí být nejprve zjištěno, jestli lze předpokládat nepřetržité fungování společnosti do nekonečna. Právě kvůli tomu se provádí finanční analýza. Pokud by bylo zjištěno, že firma není schopna takto dlouho fungovat, musela by být oceňována likvidační hodnotou. Do výpočtu budou zahrnuta data za posledních pět let, tedy od roku 2010 do roku 2015. V rámci této podkapitoly budou provedeny tři metody finanční analýzy, a to analýza vertikální, horizontální a analýza poměrových ukazatelů.

3.2.1 Vertikální analýza

Pomocí této metody jsou analyzovány jednotlivé položky výkazů jako poměr ze součtových položek. Například jakou část celkových aktiv tvoří oběžný a dlouhodobý majetek, nebo naopak u pasiv, jakou část zabírají jednotlivé položky závazků atd. Ve výkazu zisku a ztráty jsou zase analyzovány položky nákladů a výnosů.

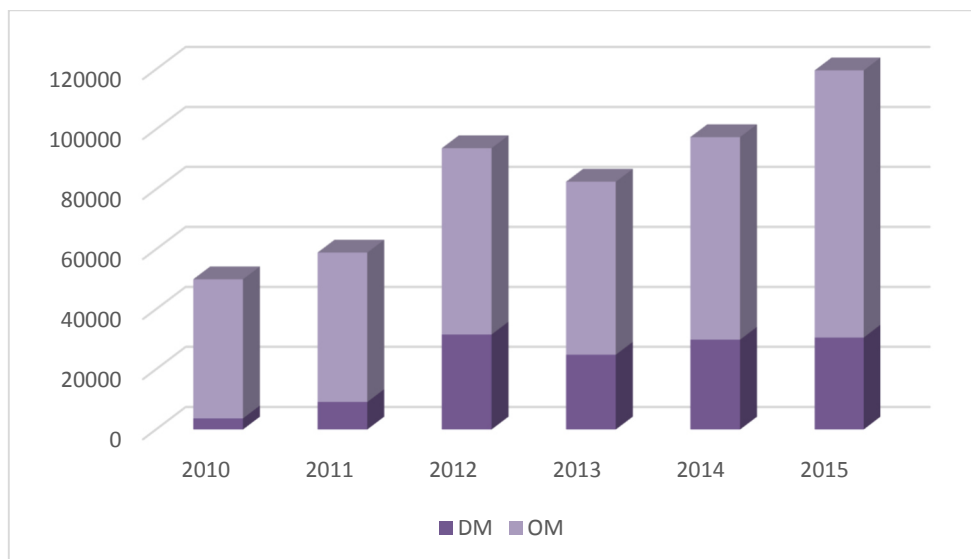
Vertikální analýza rozvahy je v této práci provedena poněkud zjednodušeně, neboť jsou vypočítána pouze základní data týkající se rozdělení na dlouhodobý a oběžný majetek ze strany aktiv a rozdělení na vlastní a cizí zdroje na straně pasiv. Konkrétní poměry jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 3.6 Vertikální analýza rozvahy

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková aktiva (tis. Kč)	50604	59465	94034	83186	98051	120741
Dlouhodobý majetek (tis. Kč)	3699	9142	31591	24864	29877	30571
DM/CA	7,3	15,4	33,6	29,9	30,5	25,3
Oběžný majetek (tis. Kč)	46312	49761	62122	57678	67548	89095
OM/CA	91,5	83,7	66,1	69,3	68,9	73,8
Celková pasiva (tis. Kč)	50604	59465	94034	83186	98051	120741
Vlastní kapitál (tis. Kč)	18039	24177	19969	17305,6	50133	52381
VK/CP	35,6	40,7	21,2	20,8	51,1	43,4
Cizí kapitál (tis. Kč)	32565	35262	73933	65734	47814	68232
CK/CP	64,4	59,3	78,6	79,0	48,8	56,5

Zdroj: Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

V této tabulce je zpracovaná velice jednoduchá vertikální analýza. Takto by se daly analyzovat v podstatě všechny položky aktiv i pasiv, avšak v této práci postačí zjištěný poměr dlouhodobého a oběžného majetku na celkových aktivech a poměr vlastních a cizích zdrojů na celkových pasivech. Pro lepší přehlednost výsledků budou tato čísla zobrazena v následujících grafech.

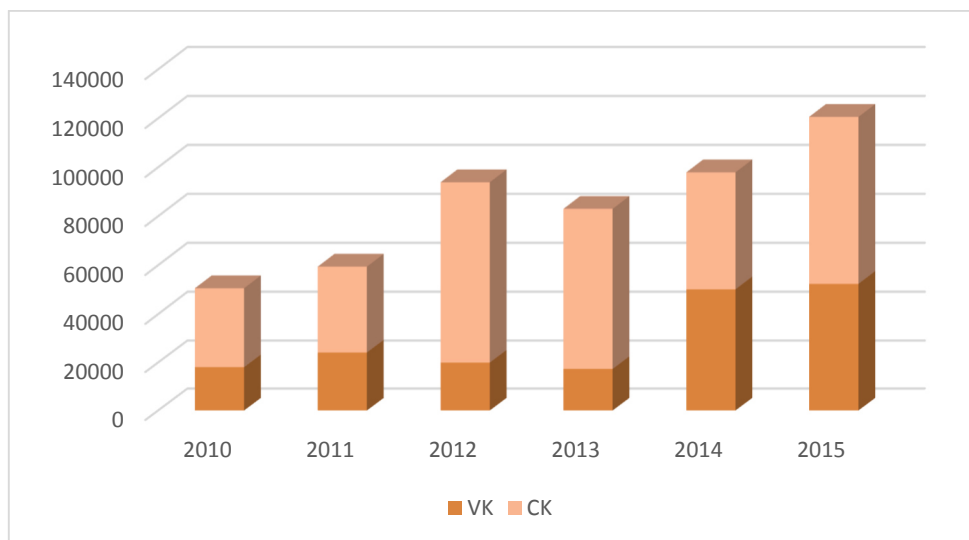
Graf 3.3 Poměr DM a OM na celkových aktivech v tis. Kč

Zdroj: Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky a grafu je možné vyčíst, že ve všech vybraných letech měla společnost mnohem více majetku oběžného než dlouhodobého, což je samozřejmě přirozené u podniku, který obchoduje s takto drahým zbožím, většina oběžného majetku je totiž tvořena zásobami zboží a pohledávkami z obchodních vztahů. Velký rozdíl mezi velikostí dlouhodobého majetku je v letech 2011 a 2012. Příčinou tohoto skoku jsou nové prostory,

kteřé byly v roce 2012 zkolaudovány a do kterých se v tomto roce firma přestěhovala. Následující roky se již moc neliší. Struktura pasiv je zobrazena v dalším grafu.

Graf 3.4 Poměr VK a CK na celkových aktivech v tis. Kč



Zdroj: Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Pasiva jsou mezi jednotlivými roky poněkud proměnlivější než aktiva, jejich struktura je v různých letech rozdílná. V roce 2012 jsou vlastní zdroje nižší než v předchozím roce, a to z důvodu záporného výsledku hospodaření. V roce 2013 vzrostly vlastní zdroje jen nepatrně, výsledek hospodaření již nebyl záporný, nebyl však ani příliš vysoký. Tato situace se výrazně zlepšila v dalších letech. Tato skutečnost není zapříčiněna výsledkem hospodaření jako v minulých letech, ale výrazným zvýšením základního kapitálu. Obecně lze říci, že většinu času byl dlouhodobý majetek dostatečně krytý vlastními zdroji. Zda byl také správně krytý zdroji dlouhodobými, ukáže až analýza poměrových ukazatelů.

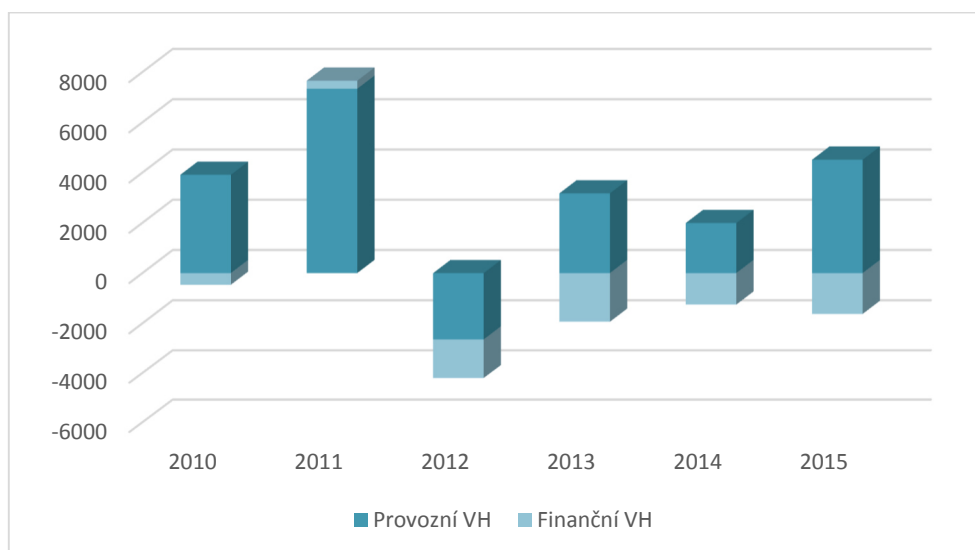
Dále byla provedena vertikální analýza výkazů zisku a ztráty, kde byly vyčísleny poměry provozního a finančního výsledku hospodaření z celkového výsledku za běžné účetní období po odečtení daní. Výsledky jsou uvedeny v tabulce č. 3.8.

Tab. 3.7 Vertikální analýza VZZ

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VH za běžné účetní období (tis. Kč)	2777	6138	-4208	1018,4	501	2248
Provozní VH (tis. Kč)	3912	7335	-2640	3174	1993	4513
PVH/VHBÚO	140,9	119,5	62,7	311,7	397,8	200,8
Finanční VH (tis. Kč)	-460	321	-1563	-1932	-1249	-1621
FVH/HVBÚO	-16,6	5,2	37,1	-189,7	-249,3	-72,1

Zdroj: VZZ společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Výsledky vertikální analýzy VZZ jsou velice proměnlivé, proto jsou pro lepší představu ilustrovány v následujícím grafickém zpracování.

Graf 3.5 Poměr provozního a finančního VH na VHBÚO v tis. Kč

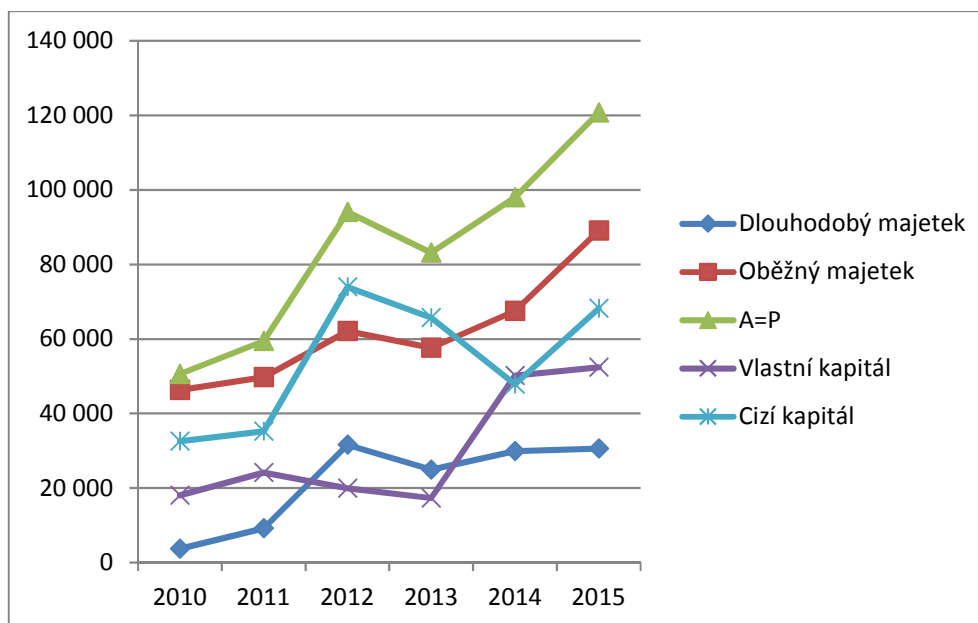
Zdroj: VZZ společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Graf č. 3.5 má již poněkud zajímavější vývoj než předchozí dva grafy. Mezi jednotlivými léty jsou skutečně velké rozdíly, a to jak mezi celkovou výší výsledku hospodaření za běžné účetní období, tak i v jeho struktuře. V roce 2011 byl finanční výsledek kladný, ne však příliš vysoký, avšak ve všech ostatních letech se nachází v záporných číslech. Rok 2012 je na rozdíl od předcházejícího roku v záporných číslech z hlediska jak provozního, tak i finančního výsledku hospodaření. Ve všech následujících letech již byly finanční náklady vždy vyšší než výnosy z této činnosti. Vysokou část nákladů zabírají ve všech letech nákladové úroky, často tvoří polovinu celkových nákladů z finanční činnosti.

3.2.2 Horizontální analýza

Pomocí této metody jsou analyzovány rozdíly mezi hodnotami v jednotlivých letech. Výsledky by měly ukázat, zda je vývoj firmy rostoucí či klesající. Pro analýzu budou použity základní součtové veličiny obdobně jako u vertikální analýzy, proto mohou být k analýze použity již uvedené tabulky č. 3.7 a č. 3.8.

Graf 3.6 Vývoj aktiv a pasiv v letech 2010 až 2015 v tis. Kč

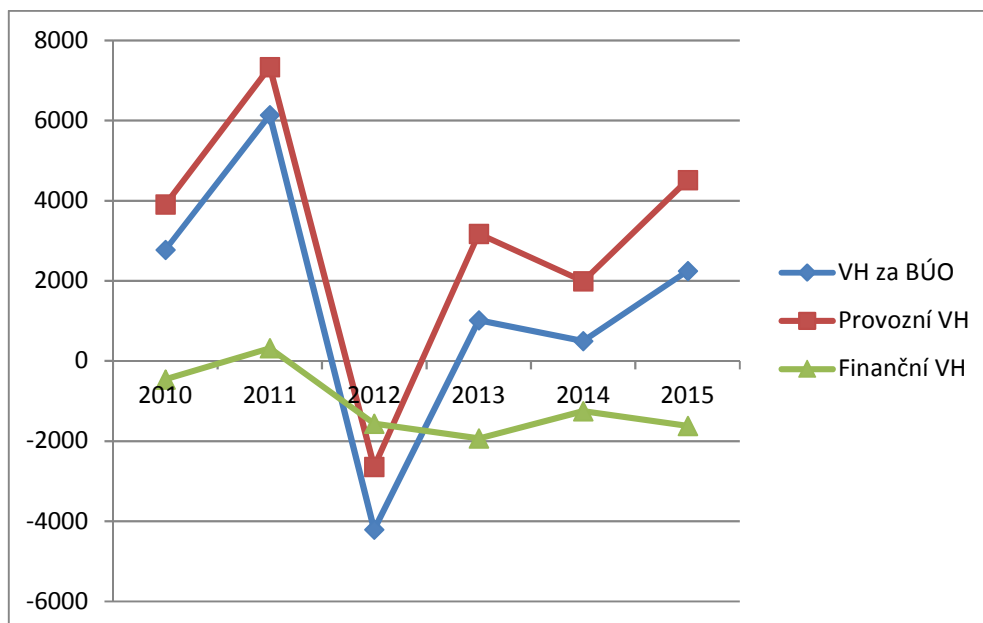


Zdroj: Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Aktiva podniku mají dlouhodobě rostoucí charakter. Minimální pokles byl zaznamenán mezi lety 2012 a 2013, avšak tento rozdíl je způsoben běžnou činností podniku, přesněji řečeno odpisy majetku a mírným poklesem zásob ke konci roku. Výše dlouhodobého majetku prudce stoupla v roce 2012, kdy se začalo stavět nové sídlo podniku a v aktivech byl tak zaevidován nedokončený dlouhodobý majetek. Křivka oběžného majetku téměř kopíruje křivku celkových aktiv, což znamená, že krátkodobá aktiva se také vyvíjí rostoucím tempem. V následujícím grafu je zobrazen také vývoj pasiv. Celková pasiva přirozeně rostou stejně jako celková aktiva, neboť bilanční suma musí být vždy vyrovnaná. Jejich složení se ale v jednotlivých letech mění. Ve čtvrtém roce sledovaného období byl zvýšen základní kapitál společnosti ze 100 000 Kč na 28 100 000 Kč. Tato zásadní změna měla velký vliv na růst vlastního kapitálu. V tomto období byla kromě toho splacena velká část dlouhodobých závazků a také krátkodobé závazky byly o něco nižší. V následujícím roce však společnost začíná opět k financování používat více cizích prostředků než vlastních zdrojů, což se v grafu

projevilo tím, že křivky vlastních a cizích zdrojů se opět oddalují. Poslední část horizontální analýzy bude představovat vývoj výsledků hospodaření v jednotlivých letech.

Graf 3.8 Vývoj výsledků hospodaření v letech 2010 až 2015 v tis. Kč



Zdroj: VZZ společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Výsledky hospodaření sice nemají v čase rostoucí ani stabilní charakter, ale ze samotných výkazů je jasné, že nákupy a následné prodeje zboží stoupají. Kromě toho se v posledních letech výrazně zvýšily také tržby za služby. Ekonomická činnost firmy se tedy stále rozšiřuje.

3.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

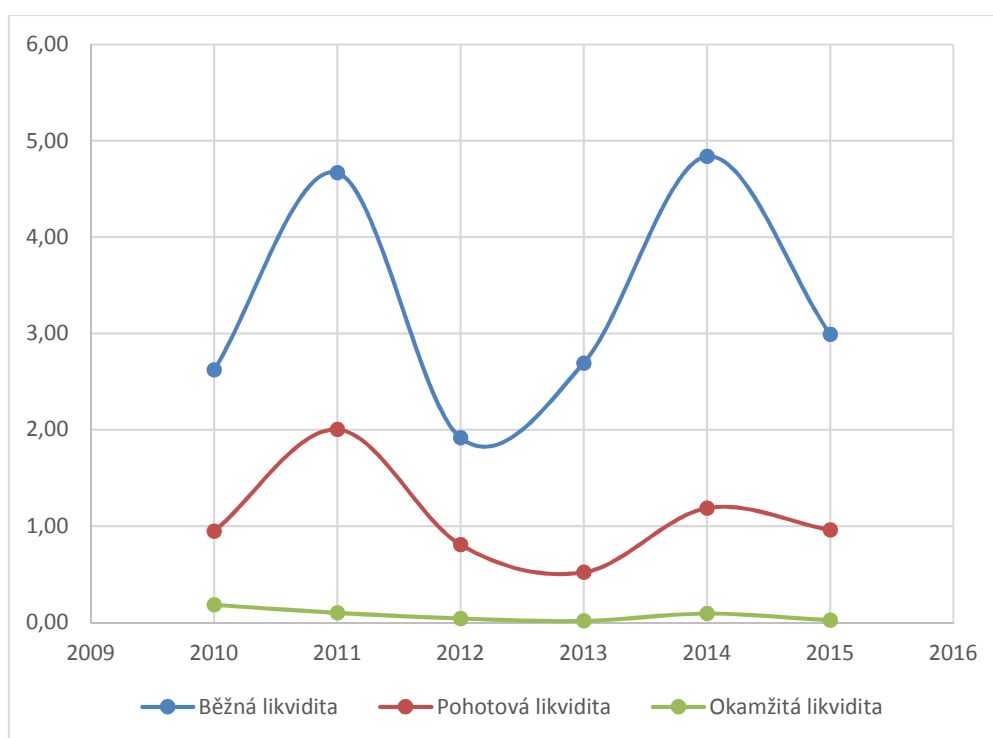
Poměrové ukazatele jsou základním nástrojem pro finanční analýzu. Sestavují se také z rozvahy a výkazu zisku a ztráty a podrobně zkoumají finanční situaci podniku. Pro tuto analýzu budou opět použita data od roku 2010 do 2015. Propočítány budou nejprve ukazatele likvidity a rentability, poté budou zjišťovány ukazatele aktivity a nakonec ukazatele zadluženosti.

Jak již bylo zmíněno výše, **ukazatele likvidity** vyjadřují platební schopnost podniku. V rozvaze jsou obvykle různě likvidní aktiva, proto likvidita bývá obecně počítána na třech úrovních, a to jako likvidita běžná, pohotová a okamžitá. Propočty budou provedeny podle vzorců uvedených v kapitole 2.5.3 Finanční analýza. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce a grafu.

Tab. 3.8 Ukazatele likvidity v letech 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	2,62	4,67	1,92	2,69	4,84	2,99
Pohotová likvidita	0,95	2,00	0,81	0,52	1,19	0,96
Okamžitá likvidita	0,18	0,10	0,04	0,02	0,09	0,02

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Graf 3.9 Likvidita v letech 2010 až 2015

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Běžná likvidita podniku by se měla pohybovat mezi hodnotami 1,5 až 2,5. Již na první pohled je vidět, že v některých letech byla běžná likvidita podniku velice vysoká. Přestože vyšší likvidita znamená pro společnost lepší platební schopnost, tak příliš vysoká likvidita by již mohla být doprovázena také vysokým vlastním kapitálem, který je ale dražší než cizí. Tato skutečnost může být zapříčiněna konzervativním přístupem k riziku. Doporučené hodnoty pro pohotovou likviditu jsou 0,7 až 1,2. Oceňovaný subjekt má tedy po většinu sledovaného období pohotovou likviditu téměř v normě, pouze v roce 2011 je o něco vyšší. Okamžitá platební schopnost společnosti je však o něco horší. Podnik by se měl pohybovat mezi hodnotami 0,2 a 0,5, tak tomu ale není ani v jednom roce. Okamžitá likvidita společnosti je stabilní, avšak nižší než spodní hranice doporučených hodnot, což by mohlo zvýšit zranitelnost firmy.

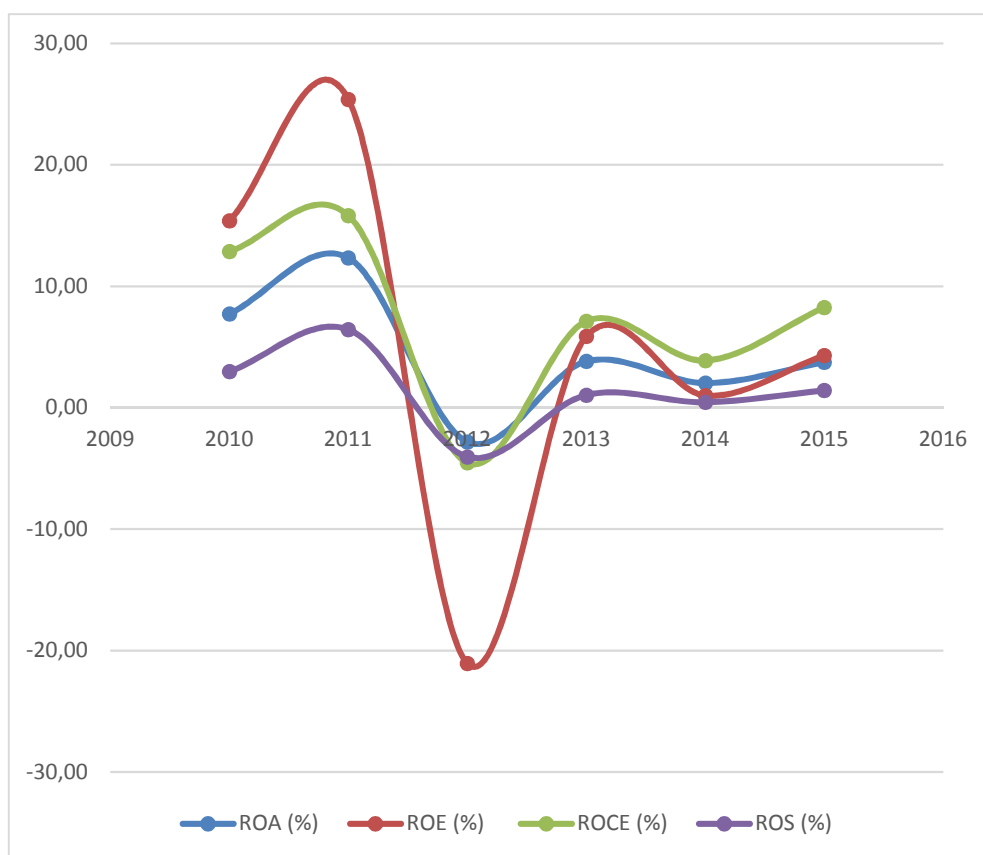
Další částí této analýzy bude zkoumání výnosnosti podniku pomocí **ukazatelů rentability**. Tyto ukazatele jsou základním vyjádřením efektivity podnikání. V níže uvedené tabulce budou, kromě vrcholového ukazatele ROA, uvedeny také ROE, ROCE a ROS. Všechny výsledky budou zobrazeny také graficky.

Tab. 3.9 Ukazatele rentability v letech 2010 až 2015 v %

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	7,73	12,33	-2,81	3,82	2,03	3,74
ROE	15,39	25,39	-21,07	5,88	1,00	4,29
ROCE	12,87	15,82	-4,54	7,13	3,89	8,26
ROS	2,98	6,44	-4,05	1,04	0,45	1,42

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Graf 3.10 Vývoj rentability v letech 2010 až 2015



Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Vývoj rentability oceňované společnosti je velice kolísavý, všechny ukazatele jsou nejvyšší v roce 2011, což je nepochybně způsobeno vysokým ziskem a nízkými aktivy. Ukazatel ROE dosahuje v tomto roce až 25 %. Velký skok nastal mezi roky 2011 a 2012, kdy se zisk společnosti výrazně snížil, naopak aktiva rychle vzrostla, příčinou je nedokončený dlouhodobý majetek v podobě budovy, do které bude společnost následně přestěhována.

Z grafu je zřejmé, že největší rozdíly mezi jednotlivými léty jsou vidět u rentability vlastního kapitálu. Naopak rentabilita tržeb se v poměru k ostatním ukazatelům téměř nemění. Příčinou této stability bude nejspíš vývoj tržeb, který je, kromě roku 2014, rostoucí. První polovina sledovaného období je velice nestabilní na rozdíl od poloviny následující. V prvních třech letech jsou totiž vykazovány značné rozdíly mezi výši zisků a aktiv. Od roku 2013 se ukazatele vyvíjí bez větších rozdílů.

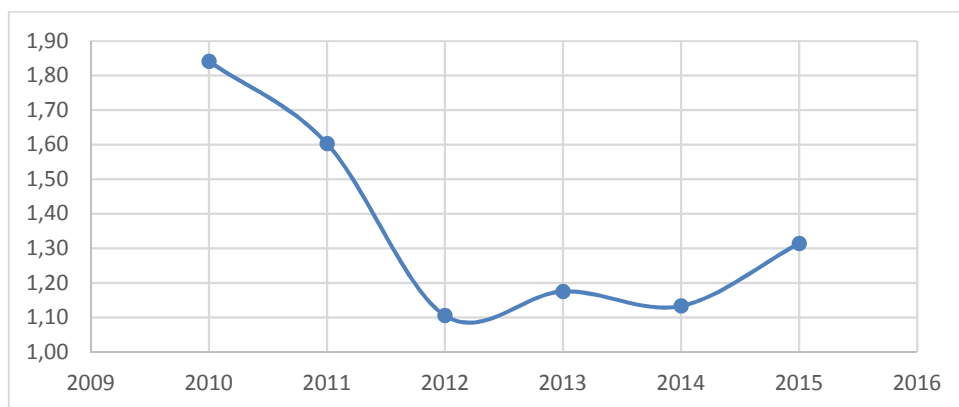
Další skupinu ukazatelů je důležité sledovat kvůli správnému řízení podnikových aktiv. **Ukazatele aktivity** slouží především ke sledování doby obratu a obratovosti aktiv a jejich jednotlivých složek. Na základě těchto výsledků je sledováno, zda nejsou například aktiva příliš dlouho držena v podobě zásob nebo jestli dlužníci platí své závazky oceňovanému podniku včas a další informace. V této práci je oceňován podnik, jehož předmětem podnikání je nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a následný prodej, což znamená, že společnost nevykazuje ve svých zásobách žádný materiál, ale pouze zboží. Doba obratu bude tedy počítána jen pro zásoby, neboť celou jejich výši tvoří zboží. Výsledky jsou opět uvedeny v jednoduché a přehledné tabulce.

Tab. 3.10 Ukazatele aktivity v letech 2010 až 2015 ve dnech

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	1,84	1,60	1,11	1,18	1,13	1,31
DO zásob	123	122	125	191	180	150
DO pohledávek	52	77	86	40	50	63

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Graf 3.11 Vývoj obratu aktiv v letech 2010 až 2015

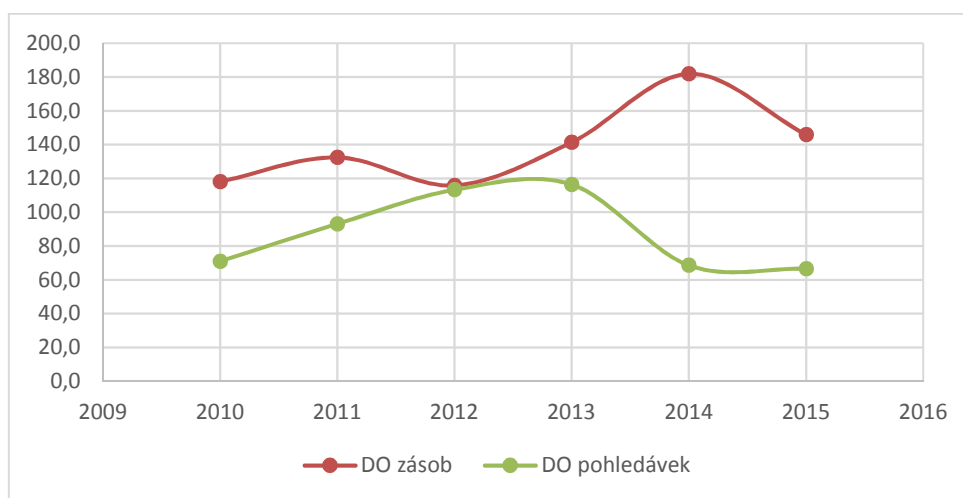


Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Základní ukazatel znázorňující rychlost obratu aktiv je v čase poměrně nestálý, přičemž výše tržeb také kolísá, avšak ne příliš rychlým tempem. Doporučená hodnota obratu

celkových aktiv je jedna a více. Jak je ukázáno v grafu, ukazatel obratu aktiv oceňované společnosti tuto spodní hranici nepřekročil ani jeden rok, což je bezpochyby pozitivní. V prvních třech letech ukazatel prudce klesá, ale protože byl v roce 2010 nejvyšší, a sice v hodnotě 1,84, tak ani při tomto poklesu se ukazatel nedostal do záporných hodnot. Od roku 2012 je ukazatel rostoucí mírně kolísavým tempem. Tato skutečnost rozhodně není pro společnost negativním jevem, na druhou stranu ke zlepšení v tomto časovém období také nedochází, neboť v posledním roce s vzrůstem ukazatele vzrostly také tržby.

Graf 3.12 Vybrané ukazatele aktivity v letech 2010 až 2015



Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Doba obratu znamená období, po které je majetek vázán ve sledovaných aktivech, v tomto případě v zásobách a pohledávkách. Zde v podstatě neexistují doporučené hodnoty, neboť charakter zásob i pohledávek je velice různorodý u jednotlivých firem. Například spotřební potraviny budou určitě vždy vázány v zásobách podniku velice krátkou dobu na rozdíl od spotřebičů s určitou životností, či dokonce nemovitostí. Pohledávky mohou být také u různých druhů zboží vystavovány s různou splatností. Obecně je dobré, když je tento ukazatel v čase klesající. V případě této společnosti vykazuje doba obratu spíše rostoucí vývoj, avšak na konci sledovaného období je zaznamenán pokles u obou sledovaných složek majetku. Pokud by byl tento pokles, spolu s růstem obratu aktiv, zachován i pro další vývoj podniku, znamenalo by to, že firma řídí svá aktiva efektivněji než v předchozích letech.

Finanční analýza bude ukončena poslední skupinou poměrových ukazatelů, a sice **ukazatelů zadluženosti**. Pomocí těchto výpočtů bude analyzována finanční stabilita oceňovaného podniku. Cizí kapitál je pro společnost levnější než vlastní, a proto je určitá míra zadluženosti podniku přirozená. Ukazatele zadluženosti mohou vykazovat i vyšší než

doporučené hodnoty, v takovém případě by ale měla společnost disponovat vyšší firemní rentabilitou neboli výnosností. V rámci této skupiny ukazatelů bude, v tabulce a grafu níže umístěných, vypočtena celková zadluženost podniku, zadluženost vlastního kapitálu, finanční páka a koeficient zadluženosti, dále také úrokové krytí a úrokové zatížení.

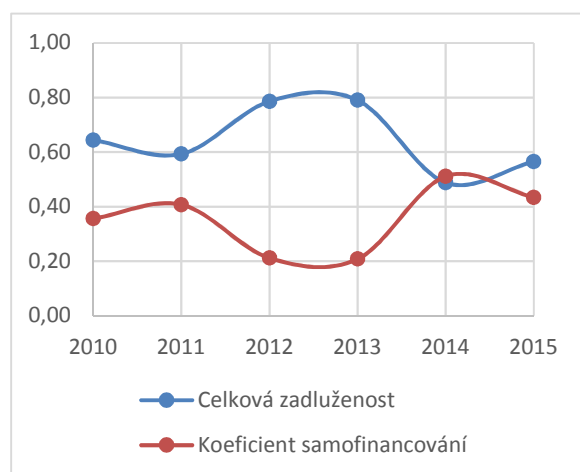
Tab. 3.11 Ukazatelé zadluženosti v letech 2010 až 2015

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	0,64	0,59	0,79	0,79	0,49	0,57
Zadluženost vlastního kapitálu	1,81	1,46	3,70	3,80	0,95	1,30
Finanční páka	2,81	2,46	4,71	4,81	1,96	2,31
Koeficient samofinancování	0,36	0,41	0,21	0,21	0,51	0,43
Úrokové krytí	8,49	14,88	-8,46	2,94	3,01	6,03
Úrokové zatížení	0,12	0,07	-0,12	0,34	0,33	0,17

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

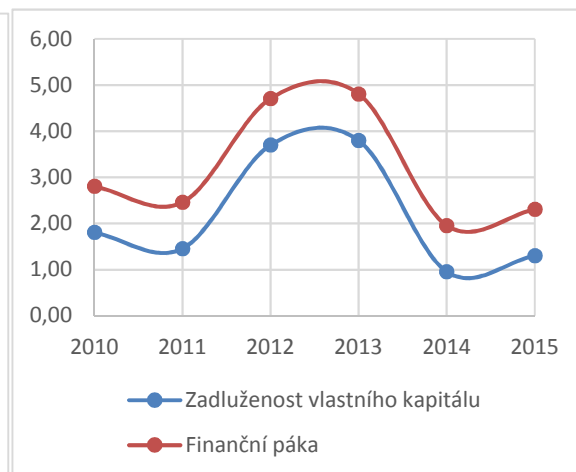
Znázornění výsledků je rozloženo do několika grafů, neboť různé výsledky se pohybují na různých hladinách hodnot. V jednom grafu by jejich znázornění tedy bylo bezpředmětné.

Graf 3.13 Vývoj celkové zadluženosti a koeficientu samofinancování v letech 2010 až 2015



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.13 Vývoj zadluženosti VK a finanční páky v letech 2010 až 2015



Zdroj: vlastní zpracování

S výjimkou koeficientu samofinancování, který je v podstatě převráceným vzorcem finanční páky, mají všechny ukazatele podobně růstovou tendenci. Koeficient samofinancování je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti a při správném provedení výpočtů by jejich součet měl být roven 1, což je v tomto případě pravda. Celková zadluženost je důležitou informací pro věřitele, kteří preferují vždy co nejnižší hodnoty. Zadluženost

společnosti byla nejvyšší v letech 2012 a 2013, příčinou toho bylo nejspíš financování nového sídla společnosti. Zadluženost vlastního kapitálu i finanční páka podniku se vyvíjejí podobným tempem jako celková zadluženost, tedy byly také nejvyšší v letech 2012 a 2013.

Kolikrát jsou nákladové úroky kryty výši zisku a naopak je zobrazeno v ukazatelích úrokového krytí a úrokového zatížení. Pokud by se ukazatel úrokového krytí dostal až na hodnotu 1, znamenalo by to, že na pokrytí úroků, tedy nákladů na cizí kapitál, by byla potřeba celá výše zisku. V různých publikacích je často uváděno, že pokud jsou úroky kryty třikrát až šestkrát výši zisku, je to postačující výsledek. U tohoto vybraného podniku je tedy ukazatel vykazován podle doporučených hodnot, kromě roku 2012, kdy byl VH záporný, a roku 2013, který hodnota ukazatele je mírně pod spodní hranicí doporučených hodnot.

Celkové zhodnocení finanční analýzy je velice náročné, neboť různé sledované oblasti vykazovaly různé výsledky. Platební schopnost podniku je počítána na třech úrovních, z nichž nejlepších výsledků dosahuje pohotová likvidita. Okamžitá likvidita firmy se nachází pod hranicí doporučených hodnot, což bude nejspíš zapříčiněno způsobem financování závazků, podnik totiž při běžných platbách čerpá kontokorentní úvěr. Tento způsob financování je celkem běžný, a proto jej není důvod měnit, pokud nenastanou nějaké finanční potíže. Výnosnost podniku byla v minulých letech velice kolísavá, avšak v posledních třech letech, se rentabilita stává poměrně stabilní. V analýze efektivnosti řízení aktiv byl znázorněn vcelku příznivý vývoj ukazatele obratu celkových aktiv, neboť jeho hodnota neklesla v žádném roce pod doporučenou hodnotu. U doby obratu zásob a pohledávek již tak příhodný vývoj nebyl, avšak opět se ukázalo, že pokud tato doba v dalším roce opět poklesne, bude další vývoj těchto ukazatelů pravděpodobně příznivý. Zadluženost podniku v posledním roce sice o něco stoupla, ale v porovnání s předchozími roky je tento rozdíl takřka zanedbatelný. Přebytek cizích zdrojů, kterými firma financovala v roce 2012 pravděpodobně novou budovu určenou jako nové sídlo společnosti, byl v následujících letech opět snížen, což je pro společnost pozitivní vizitkou.

Z výsledků finanční analýzy tedy vyplývá, že u této společnosti se dá v budoucnu předpokládat její existence do nekonečna. Z tohoto důvodu lze použít k ocenění metodu DCF, která vychází z diskontování budoucích peněžních toků. Kdyby byly zjištěny nějaké překážky bránící nepřetržitému fungování společnosti, musela by být oceňována likvidační hodnotou.

3.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Tento krok by neměl být vynechán z procesu oceňování při použití jakékoliv metody. U některých podniků totiž může mít provozně nenutný majetek velký podíl na celkových aktivech, což by mohlo vést k určitému zkreslení konečného výsledku. Jak již bylo dříve zmíněno, hodnota podniku se odvozuje na základě budoucích očekávaných výkonů podniku. Neprovozní aktiva však tyto výkony nevytvářejí. V případě, že z těchto aktiv nějaké výkony plynou, tak jsou stejně často spojeny s úplně jiným rizikem než výkony z hlavní ekonomické činnosti. Jako neprovozní aktiva jsou nejčastěji z celkových aktiv vyřazovány peníze v pokladně a na bankovních účtech, které přesahují optimální částku, krátkodobé cenné papíry a podíly či dluhopisy. Také dlouhodobý finanční majetek bývá většinou označován jako provozně nenutný a ostatní aktiva jako například budovy, pohledávky a ostatní majetek, který nijak nesouvisí s hlavní činností podniku.

Zda má podnik na bankovních účtech a v pokladně přebytečné množství peněz lze posoudit pomocí poměrového ukazatele likvidity. Pro zajištění optimální výše peněžních prostředků by měl podnik vykazovat oběžnou likviditu okolo dvaceti procent. Tento ukazatel byl počítán ve výše uvedené finanční analýze a za celé sledované období nepřekročil hodnotu 0,18. To znamená, že peněžní prostředky nebudou z provozně nutného majetku vyloučeny. Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. nevykazuje žádné majetkové cenné papíry a podíly, vlastní dluhopisy, ani jiné dluhové cenné papíry. Dlouhodobý finanční majetek taky oceňovaná společnost neeviduje, a co se týče ostatních aktiv, tak společnost vlastní pouze budovu, ve které sídlí vedení společnosti spolu se skladem náhradních dílů, prodejnou zahradní techniky a halou pro servis zemědělské techniky a pneuservis. Dále vlastní osobní automobily, které využívají prodejci, případně jiní zaměstnanci, k výkonu své pracovní náplně. Provozně potřebným majetkem jsou také dodávky pro potřeby servisního týmu a prodejny a stroje potřebné pro údržbu pozemku společnosti a činnost servisu. Všechna tato hmotná aktiva jsou označena jako provozně nutná aktiva.

4 Ocenění společnosti a následné zhodnocení výsledků

V předchozích dvou kapitolách byly zjištěny, popsány a zanalyzovány veškeré informace potřebné k závěrečným krokům ocenění. Byly vyčísleny tržby za celkové odvětví, tržby oceňovaného subjektu a následně jeho tržní podíl. Poté byly také vyčísleny poměrové ukazatele a další metody finanční analýzy, díky kterým bylo vyšetřeno finanční zdraví podniku. V této poslední praktické kapitole již bude sestaven konkrétní finanční plán, k jehož konstrukci budou použita právě data ze strategické a finanční analýzy. Posledním krokem před samotným výpočtem hodnoty podniku je stanovení nákladů kapitálu, které budou vypočteny hned za finančním plánem. Pro ocenění bude použita dvoufázová metoda, což znamená, že plánované období bude rozděleno na dvě fáze. První fáze bude trvat 5 let a to od roku 2016 do roku 2020. Od roku 2021 se již předpokládá ustálení peněžních toků, druhá fáze tedy bude trvat od tohoto roku do nekonečna.

4.1 Finanční plán

Pro ocenění podniku v této diplomové práci bude použita metoda diskontovaných peněžních toků, a proto musí být v této fázi ocenění sestaven finanční plán. V rámci této podkapitoly budou plánovány tržby, investice do čistého pracovního kapitálu a ostatní veličiny, které je nutné v další fázi zahrnout, nebo nějakým způsobem zohlednit v samotném ocenění. S pomocí finanční a strategické analýzy sestavovaných v minulé kapitole a dílčích veličin a plánů budou na závěr sestaveny plány finančních výkazů. Konkrétně se jedná o plán rozvahy, plán výkazu zisku a ztráty a plán peněžních toků. Finanční plán je klíčovým předpokladem pro správné a systematické řízení společnosti a proto musí být jeho sestavení věnována značná pozornost. Aby byl finanční plán co nejpřesnější, je velice důležité vycházet z prověřených dat týkajících se minulého vývoje společnosti. V tomto případě platí, že čím delší časová řada minulých let je k dispozici, tím je možné očekávat přesnější výsledky. Finanční a strategická analýza je v této práci vypracována od roku 2010 do roku 2015, což by pro následující finanční plán mělo být dostačující. Přesný finanční plán bude sestaven na 5 hospodářských let dopředu a to od dubna 2016 do března 2020. Toto období bude považováno za takzvanou první fázi. Období začínající dubnem v roce 2021 bude počítáno jako fáze druhá.

4.1.1 Plány dílčích veličin

V rámci této části budou počítány různé veličiny nezbytné pro zjištění hodnoty podniku. Jedná se zejména o tržby, investice do pracovního kapitálu a další hodnoty. Tyto podnikohospodářské veličiny bývají také označovány jako generátory hodnoty. Nejdůležitějším generátorem jsou tržby, neboť od jejich výše se odvíjejí další plánované položky v plánovaných výkazech.

4.1.1.1 Plán tržeb

První sledovanou veličinou jsou tržby podniku. Z celkových tržeb relevantního trhu a tržeb společnosti uvedených ve strategické analýze byl vypočten tržní podíl oceňované společnosti. Podle minulého vývoje celkových tržeb a tržního podílu byl stanoven jejich plán na budoucí období. Z tohoto plánu pak byly odhadnuty budoucí tržby společnosti.

Tab. 4.1 Odhad vývoje trhu, tržního podílu a tržeb společnosti na období 2016 až 2021

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Trh (mil. Kč)	30 340	31 250	32 187	33 153	34 148	35 172
Tržní podíl	0,54%	0,54%	0,55%	0,57%	0,58%	0,59%
Tržby (mil. Kč)	163	168	178	188	198	209

Zdroj: vlastní zpracování

Při zohlednění odhadovaného vývoje HDP, které by mělo růst každoročně o necelé 3%, bylo stanoveno tempo růstu relevantního trhu také 3%. Byl přitom kladen důraz především na poslední vývoj trhu v posledních dvou letech. Na základě informací získaných od vedení společnosti lze předpokládat, že v roce 2016 bude vypovězena smlouva jedním z významných dodavatelů. Tato skutečnost bude tedy promítnuta v budoucím tempu růstu tržního podílu. Vedení společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. nepředpokládá výrazný pokles tržeb v roce 2017, neočekává však ani nárůst oproti roku 2016. V prvních dvou letech tedy není plánován žádný vývoj, předpokládá se, že tržní podíl zůstane stejný jako v roce 2015. Od roku 2018 je již očekáváno obnovení pravidelného meziročního růstu tržního podílu o 2,5%. Z plánovaných tržeb za celkové odvětví a plánovaného tržního podílu jsou vypočteny budoucí tržby společnosti.

4.1.1.2 Plán pracovního kapitálu

Pracovní kapitál pro účely ocenění podniku je vyjádřen jako krátkodobý finanční majetek provozně nutný navýšený o zásoby, pohledávky a ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv) a snížen o neúročené závazky a ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv). Pro sestavení

plánu pracovního kapitálu je potřeba opět znát jeho minulý vývoj, který bude dle uvedeného postupu znázorněn v následující tabulce.

Tab. 4.2 Vývoj pracovního kapitálu v letech 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KFM	3 254	1 072	1 342	353	1295	708
Zásoby	29 590	28 411	35 931	37 220	50 900	60 455
Krátkodobé pohledávky	13 468	20 278	24 849	10 792	15 353	27 942
Krátkodobé závazky	17 670	10 657	32 389	21 415	13 944	29 772
OA	593	562	321	664	626	1 075
OP	0	26	132	146	104	128
Pracovní kapitál	29 235	39640	29922	27468	54126	60280

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Zásoby zahrnují ve výkazech společnosti pouze jedinou položku a tou je zboží. Krátkodobé pohledávky jsou převážnou většinou tvořeny pohledávky z obchodních vztahů a stejně tak je tomu i u krátkodobých závazků. Ostatní pohledávky a závazky tvoří jen nepatrnou část na celkovém součtu. Pro zjištění budoucího vývoje výše uvedených veličin bude potřeba použít jinou metodu než u tržeb. Místo určování tempa růstu na základě minulého vývoje zde budou zohledněny výkonové položky jednotlivých analyzovaných veličin. Vztah mezi položkou pracovního kapitálu a výkonovou položkou bude vyjádřen pomocí ukazatele doby obratu (2.17). V níže uvedené tabulce bude vypočtena doba obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků ve dnech. Výkonové položky k jednotlivým veličinám jsou určovány podle toho, jak zmíněnou veličinu ovlivňují. U zásob je touto výkonovou položkou hodnota spotřeby zásob, u pohledávek jsou to tržby a u závazků jsou to náklady na prodané zboží.

Tab. 4.3 Doba obratu zásob, pohledávek a závazků v letech 2010 až 2015 ve dnech

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DO zásob	125	122	125	191	180	150
DO pohledávek	52	77	86	40	50	63
DO závazků	82	41	120	95	54	80

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

Doba obratu zásob vykazuje poněkud kolísavý vývoj, jeho průměrná hodnota je 148 dní. Doba obratu pohledávek se po všechny roky pohybuje mezi dvěma až třemi měsíci, což je při tomto předmětu podnikání běžná doba splatnosti faktur. Obdobné hodnoty vykazoval také vývoj doby obratu závazků, kromě roku 2011 kdy byla doba obratu pouhých 41 dní. Z těchto údajů budou dále odhadovány DO zásob, pohledávek a závazků pro následující roky,

kteře budou poté sloužit jako vřchozí hodnoty pro stanovení pracovního kapitálu v letech 2016 až 2021. Při plánování jsou zohledněny také cíle společnosti týkající se politiky zásobování, či splatnosti faktur. Jak již bylo výše uvedeno, doba obratu zásob by měla v dalších letech mírně poklesnout, především v období podzimních a zimních měsíců, aby stroje na skladě nebyly příliš dlouhou dobu vystavovány povětrnostním podmínkám. Ekonomické oddělení společnosti předpokládá meziroční pokles tohoto ukazatele o 1,5%. Doba obratu pohledávek se bude stále pohybovat okolo tří měsíců, avšak stejně jako u doby obratu zásob je zde předpokládán meziroční pokles o 1,5%. Průměrná doba obratu závazků za období 2010 až 2015 je ve výši 79 dní. Na rozdíl od předchozích dvou ukazatelů, u doby obratu závazků není plánován žádný vývoj. Očekává se, že ukazatel bude v budoucnu vykazovat průměrné hodnoty, tedy 79 dní. Tato výše ukazatele je tedy plánována ve všech dalších letech budoucího období.

Hodnoty poměrových ukazatelů, které byly výše naplánovány pro roky 2016 až 2021, budou následně použity pro plánování očekávaného pracovního kapitálu a jeho jednotlivých složek v tomto období. Na začátku této kapitoly jsou odhadnuty také budoucí tržby, které budou ve zjišťování následných hodnot také potřebné. Jednotlivé položky zásob, pohledávek i závazků pro budoucí období lze zjistit vynásobením doby obratu položky s průměrnými denními tržbami. Takto zjištěné hodnoty budou spolu s ostatními položkami pracovního kapitálu uvedeny v následující tabulce.

Tab. 4.4 Plánované hodnoty pracovního kapitálu v letech 2016 až 2021 v tis. Kč

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobé závazky	35 464	36 313	38 337	40 474	42 731	45 113
Zásoby	66 139	67 101	69 779	72 565	75 461	78 473
Krátkodobé pohledávky	27 960	28 367	29 499	30 677	31 901	33 174
KFM	1 725	2 250	1 703	1 333	1 168	1 236
OA	1 075	1 075	1 075	1 075	1 075	1 075
OP	128	128	128	128	128	128
Pracovní kapitál	61 307	62 353	63 591	65 047	66 746	68 717

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty krátkodobých závazků, pohledávek a zásob byly vypočteny jako násobek doby obratu jednotlivých veličin a průměrných denních tržeb v tomto roce. Krátkodobý finanční majetek byl převzat z plánovaného výkazu cash flow. Časové rozlišení se obvykle neplánuje, ale ponechává se na úrovni posledního sledovaného roku, tak je tomu i v této práci.

4.1.1.3 Plán investování

Plán investic do provozně nutného majetku je jedním z nejdůležitějších a nejobtížnějších dílčích plánů. Cílem tohoto plánu je stanovit očekávanou výši investic do provozně nutného majetku společnosti v následujících pěti letech. Tyto budoucí hodnoty budou zjišťovány pomocí koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb. Výpočet tohoto koeficientu vychází z velikosti majetku a odpisů v letech 2010 až 2015 a z celkového přírůstku tržeb za sledované období. **Celkový přírůstek tržeb** za období od roku 2010 do 2015 činí **45 703 tis. Kč**. Ostatní data potřebná k vypočtení koeficientu jsou uvedena v tabulce č. 4.7 v tis. Kč.

Tab. 4.5 Výpočet koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DM na konci roku	3 699	9 142	31 591	24 864	29 877	30 571
Odpisy	1146	1048	1415	1580,8	2293	3181
Investice netto		5 443	22 449	-6 727	5 013	694
Investice brutto		6 491	23 864	-5 146	7 306	3 875
Investiční náročnost růstu tržeb	0,06					

Zdroj: Výroční zprávy společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., vlastní zpracování

V prvním roce sledovaného období vykazovala společnost ke konci roku poměrně nízkou hodnotu dlouhodobého majetku v porovnání s ostatními roky. Co se týče investic, tak nejvíce majetku bylo nakoupeno v roce 2012, kdy na konci roku vlastnila společnost majetek v hodnotě 31 591 tis. Kč. Tento nárůst je způsoben stěhováním společnosti do vlastního sídla, které bylo právě v roce 2012 postaveno. V následujících letech byly investice záporné a až v posledních dvou letech začala společnost opět investovat do dlouhodobého majetku. Jelikož oceňovaný subjekt neplánuje v nejbližších letech investice takového rozměru jako v roce 2012, tak pro další výpočty byly netto investice v tomto roce přepočítány na průměrný stav investic za sledované období, což je částka 5 375 tis. Kč. S použitím těchto informací je získán koeficient v hodnotě 0,06. Investiční plán pro období 2016 až 2021 stanovený na základě výše uvedených hodnot je znázorněn v následující tabulce.

Tab. 4.6 Investiční plán na období 2016 až 2021 v tis. Kč

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Investice netto	2 742	2 742	2 742	2 742	2 742	2 742
DM na konci roku	33 313	36 055	38 797	41 540	44 282	47 024
Odpisy	2 690	2 912	3 133	3 355	3 576	3 798
Investice brutto	5 433	5 654	5 875	6 097	6 318	6 540

Zdroj: Vlastní zpracování

Očekávané čisté roční investice do dlouhodobého majetku ve výši 2 742 tis. Kč jsou vypočteny jako násobek koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb a celkového očekávaného přírůstku tržeb za období 2016 až 2021.

4.1.2 Komplexní finanční plán

Finanční plán se především skládá z plánů účetních výkazů. Většinou se jedná o plán rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu o peněžních tocích. Dílčí plány, které byly výše počítány, jsou však také jeho nedílnou součástí, neboť bez těchto informací by plány výkazů nemohly být sestaveny. K plánování jednotlivých položek byly použity různé výpočty a různé pomocné veličiny.

4.1.2.1 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty je plánován jako ostatní výkazy na období 2016 až 2021. Pro jeho jednotlivé položky byly také použity údaje z výkazů minulých let, které jsou ke zhlédnutí na konci této práce v příloze č. 2. Plánovaný výkaz zisku a ztráty je uveden v následující tabulce.

Tab. 4.7 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2016 až 2021 v tis. Kč

Ozn.	Text	2016	2017	2018	2019	2020	2021
I.	Tržby za prodej zboží	162 216	167 082	176 397	186 231	196 613	207 575
A.	Náklady na prodej zboží	140 304	144 513	152 569	161 075	170 055	179 536
+	Obchodní marže	21 912	22 569	23 827	25 156	26 558	28 039
II.	Výkony	1 229	1 266	1 336	1 411	1 490	1 573
B.	Výkonová spotřeba	11 600	11 948	12 615	13 318	14 060	14 844
C.	Osobní náklady	4 094	4 217	4 452	4 700	4 962	5 238
D.	Daně a poplatky	213	219	231	244	258	272
E.	Odpisy DM	2 690	2 912	3 133	3 355	3 576	3 798
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0	0	0
F.	ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv, opravných položek a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	17 065	17 577	18 557	19 592	20 684	21 837
H.	Ostatní provozní náklady	16 130	16 614	17 540	18 518	19 550	20 640
*	Provozní výsledek hospodaření	5 479	5 503	5 751	6 024	6 326	6 656
X.	Výnosové úroky	35	22	13	7	6	11
N.	Nákladové úroky	849	849	849	849	849	849
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-814	-826	-836	-842	-843	-838
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	886	889	934	985	1 042	1 105
**	VH za běžnou účetní činnost	3 779	3 788	3 981	4 198	4 441	4 713
***	VH BÚO	3 779	3 788	3 981	4 198	4 441	4 713
****	VH před zdaněním	4 665	4 676	4 915	5 183	5 483	5 818

Zdroj: Vlastní zpracování

Plánované tržby společnosti vycházejí z plánu tržeb, který je sestaven na základě dat ze strategické analýzy. Celkové tržby jsou přepočítány na tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které jsou ve výkazu uvedeny jako výkony, pomocí průměrného poměru z minulých let. Náklady na prodej zboží jsou také stanoveny dle průměrného poměru nákladů na tržbách v minulých letech, stejně tak jako výkonová spotřeba. Pomocí průměrného poměru na celkových tržbách z minulých let jsou také vypočteny osobní náklady, daně a poplatky, ostatní provozní výnosy i ostatní provozní náklady. Odpisy dlouhodobého majetku vychází z plánu pracovního kapitálu. Provozní výsledek hospodaření by měl mít rostoucí charakter po celé plánované období. Výnosové úroky jsou vypočteny jako násobek plánovaného krátkodobého finančního majetku a průměrné úrokové sazby společnosti z minulých let. Stejným způsobem jsou vypočteny také úroky nákladové.

Finanční výsledek hospodaření by měl být podle plánu v následujících letech záporný, stejně jak tomu bylo i v letech minulých. Výsledek hospodaření za běžné účetní období však vychází ve všech letech kladný a stejně jako provozní výsledek hospodaření vykazuje rostoucí charakter.

4.1.2.2 Rozvaha

Při plánování rozvahy byly použity informace z výkazů minulých let, které jsou uvedeny v příloze č. 1 a z dalších informací, které byly převzaty nejčastěji z plánu pracovního kapitálu a dalších plánů. Plánovaná rozvaha na období od roku 2016 do roku 2021 je sestavena v tabulce č. 4.9.

Tab. 4.8 Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o.

Ozn.	Aktiva (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Aktiva celkem	130 212	134 849	140 854	147 189	153 887	160 982
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	33 313	36 055	38 797	41 540	44 282	47 024
C.	Oběžná aktiva	95 824	97 718	100 982	104 575	108 530	112 883
C. I.	Zásoby	66 139	67 101	69 779	72 565	75 461	78 473
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	27 960	28 367	29 499	30 677	31 901	33 174
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 725	2 250	1 703	1 333	1 168	1 236
D. I.	Časové rozlišení	1 075	1 075	1 075	1 075	1 075	1 075
Ozn.	Pasiva (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Pasiva celkem	130 212	134 849	140 854	147 189	153 887	160 982
A.	Vlastní kapitál	56 160	59 948	63 929	68 127	72 568	77 281
A. I.	Základní kapitál	28 100	28 100	28 100	28 100	28 100	28 100
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A. III.	RF, nedělitelný fond a ost. Fondy ze zisku	14	14	14	14	14	14
A. IV.	VH minulých let	24 267	28 046	31 834	35 815	40 013	44 454
A. V.	VH BÚO	3 779	3 788	3 981	4 198	4 441	4 713
B.	Cizí zdroje	73 924	74 773	76 797	78 934	81 191	83 573
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	3 209	3 209	3 209	3 209	3 209	3 209
B. III.	Krátkodobé závazky	35 464	36 313	38 337	40 474	42 731	45 113
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	35 251	35 251	35 251	35 251	35 251	35 251
C. I.	Časové rozlišení	128	128	128	128	128	128

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše dlouhodobého majetku a oběžných aktiv jsou převzaty z plánu pracovního kapitálu. Krátkodobý finanční majetek je vypočten pomocí výkazu o peněžních tocích. Položky časového rozlišení se při sestavování finančního plánu pro účely ocenění obvykle neplánují, ale ponechávají se ve výši posledního roku sledovaného období. Dle tohoto plánu by celkový majetek měl v roce 2021 dosáhnout výše 160 mil. Kč.

Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. neplánuje v následujících šesti letech zvyšovat základní kapitál, proto je ve všech letech počítáno s aktuální výší 28 100 tis. Kč. Stejně tak je tomu i u další položky, která obsahuje rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku. Tato položka ani v minulých šesti letech nevykazovala žádnou změnu. Výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření za běžné účetní období byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Co se týče cizích zdrojů, tak rezervy plánovány v dalších letech nejsou a dlouhodobé závazky byly ponechány ve výši posledního uzavřeného roku. Krátkodobé závazky byly také převzaty z plánu pracovního kapitálu. Bankovní úvěry a výpomoci spolu s účty časového rozlišení pasiv byly opět ponechány na aktuální úrovni. Plánovaná rozvaha je sestavena tak, že je zachováno základní bilanční pravidlo, to znamená, že částka celkových aktiv se v jednotlivých letech rovná částce celkových pasiv. Jako kontrola správnosti slouží také níže uvedený plán výkazu o peněžních tocích, ze kterého byly převzaty částky krátkodobého finančního majetku.

4.1.2.3 Výkaz o peněžních tocích

Výkaz o peněžních tocích neboli výkaz cash flow byl také plánován na období 2016 až 2021 a to z dat převzatých z plánovaného výkazu zisku a ztráty a z rozvahy. Stav peněžních prostředků na začátku roku 2016 byl převzat z výkazu cash flow z roku 2015.

Tab. 5.8 Plánovaný výkaz o peněžních tocích na období 2016 až 2021 v tis. Kč

Ozn.	Text	2016	2017	2018	2019	2020	2021
P	Stav PP a PE na začátku účetního období	+708	1 725	2 250	1 703	1 333	1 168
Z.	Účetní zisk nebo ztráta za BÚO před zdaněním	4 665	4 676	4 915	5 183	5 483	5 818
A. 1.	Úpravy o nepeněžní operace	3 504	3 738	3 969	4 196	4 419	4 636
A. 1. 1.	Odpisy stálých aktiv	2 690	2 912	3 133	3 355	3 576	3 798
A. 1. 2.	Změna stavu opravných položek, rezerv	0	0	0	0	0	0
A. 1. 5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	814	826	836	842	843	838
A. '	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	8 170	8 415	8 884	9 379	9 902	10 454
A. 2.	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-20	-521	-1 786	-1 825	-1 864	-1 903
A. 2. 1.	Změna stavu pohledávek z PČ, aktivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů aktivních	-18	-407	-1 132	-1 177	-1 224	-1 273
A. 2. 2.	Změna stavu krátkodobých závazků z PČ, pasivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů pasivních	5 692	848	2 024	2 137	2 256	2 382
A. 2. 3.	Změna stavu zásob	-5 694	-962	-2 678	-2 785	-2 896	-3 012
A. ''	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	8 150	7 894	7 098	7 554	8 038	8 551
A. 3.	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-849	-849	-849	-849	-849	-849
A. 4.	Přijaté úroky	35	22	13	7	6	11
A. 5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období	-886	-889	-934	-985	-1 042	-1 105
A. '''	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	6 450	6 179	5 328	5 728	6 153	6 607
B. 1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-5 433	-5 654	-5 875	-6 097	-6 318	-6 540
B. '''	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-5 433	-5 654	-5 875	-6 097	-6 318	-6 540
C. 1.	Změna stavu závazků z úvěrů	0	0	0	0	0	0
C. 2.	Změna vlastního kapitálu	0	0	0	0	0	0
C. '''	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	0	0	0	0	0	0
F.	Čisté zvýšení, resp. Snížení peněžních prostředků	1 017	525	-547	-369	-165	68
R.	Stav PP a PE na konci období	1 725	2 250	1 703	1 333	1 168	1 236

Zdroj: Vlastní zpracování

Účetní zisk za běžné účetní období před zdaněním je převzat z plánu výkazů zisku a ztráty, stejně jako vyúčtované nákladové a výnosové úroky. Odpisy stálých aktiv a změny nepeněžních složek pracovního kapitálu vycházejí z plánu pracovního kapitálu. Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv se rovnají brutto investicím uvedených v plánu investic. Peněžní toky vykazují po celou dobu plánovaného období téměř stabilní charakter a jejich konečný stav na konci první fáze dosahuje výše 1 168 tis. Kč. Ve druhé fázi plánovaného období by měly být peněžní toky také stabilní a jejich výše by se tedy měla pohybovat okolo 1,2 mil. Kč. Výsledná výše peněžních prostředků byla použita do plánované rozvahy.

4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Vzorec pro výpočet hodnoty společnosti obsahuje mimo jiné především budoucí volné peněžní toky a kalkulovanou úrokovou míru. Před samotným oceněním tedy musí být tato kalkulovaná úroková míra vypočtena. Tato společnost bude oceňována metodou diskontování peněžních toků na úrovni entity, což znamená, že nebude oceňována pouze hodnota vlastního kapitálu, ale celé společnosti. Diskontní míra bude tedy stanovena pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Pro jejich výpočet je potřeba nejprve zjistit náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál.

4.2.1 Náklady na vlastní kapitál

Přestože se tato část kapitálu označuje jako vlastní, není tak úplně zadarmo jak by se mohlo zdát. Existují totiž náklady na vlastní kapitál, a to v podobě výnosového očekávání investorů. Pro zjišťování nákladů na vlastní kapitál společnosti POL-AGRO TRADING ZT, s. r. o. bude použit model oceňování kapitálových aktiv CAMP. Informace potřebné pro výpočet nákladů na vlastní kapitál, včetně samotného výsledku jsou uvedeny v následující tabulce. Vzorec pro výpočet č. (2.25) je uveden v závěru druhé kapitoly spolu se vzorcem pro výpočet koeficientu beta zadlužené firmy č. (2.26). Ostatní informace byly doplněny z různých internetových stránek, nebo z výkazů společnosti.

Tab. 4.9 Informace k výpočtu nákladů na vlastní kapitál včetně výsledku

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
r_f^{16}	0,994%	0,994%	0,994%	0,994%	0,994%	2,404%
β_N^{17}	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Riziková prémie kap. trhu ČR	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Rating České republiky	A1	A1	A1	A1	A1	A1
D_{t-1} (v tis. Kč)	35 251	35 251	35 251	35 251	35 251	35 251
E_{t-1} (v tis. Kč)	52 381	56 160	59 948	63 929	68 127	72 568
D_{t-1} / E_{t-1}	67,30%	62,77%	58,80%	55,14%	51,74%	48,58%
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%
β_Z	1,452	1,418	1,388	1,360	1,334	1,310
Náklady vlastního kapitálu	10,62%	10,39%	10,18%	10,00%	9,82%	11,16%

Zdroj: vlastní zpracování dle zdrojů č. [17], [18]

Za bezrizikovou výnosnost je považována aktuální výnosnost desetiletých státních dluhopisů v ČR. Pro první fázi je výnosnost stanovena podle dluhopisu ST. DLUHOP. 1,00/26 s datem splatnosti v červnu roku 2026. Výnosnost v druhé fázi byla stanovena podle dluhopisu ST. DLUHOP. 4,85/57, který je splatný na konci listopadu roku 2057. Obě tyto výnosnosti byly převzaty z internetových stránek patria, viz zdroj č. 18. Koeficient beta nezadlužené firmy obchodující se stroji je pro všechny roky stejný, a to ve výši 0,94. Stejně jako následující riziková prémie tuzemského kapitálového trhu a rating České republiky byl tento koeficient vzat z internetových stránek Damodaran uvedené ve zdrojích pod č. 19. Z těchto dat byly pomocí výše zmíněných vzorců vypočteny náklady na vlastní kapitál. V jednotlivých letech první fáze se náklady pochybují okolo 10%, ve druhé fázi již náklady na vlastní kapitál činí 11,16%. [17], [18]

4.2.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se oproti vlastnímu kapitálu stanovují vcelku jednoduše. Vzorec pro jejich výpočet č. (2.24) je uveden opět v závěru druhé kapitoly a skládá se pouze ze dvou hodnot. Jedná se opět o bezrizikovou výnosnost státních dluhopisů a rizikovou premii cizího kapitálu. Náklady na cizí kapitál spolu s informacemi pro jejich výpočet jsou uvedeny v následující tabulce.

¹⁶ Aktuální výnosnost desetiletých státních dluhopisů

¹⁷ Koeficient beta nezadlužené firmy

Tab. 4.10 Informace k výpočtu nákladů cizího kapitálu včetně výsledku

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
r_f	0,994%	0,994%	0,994%	0,994%	0,994%	2,404%
Úrokové krytí	6,455	6,483	6,775	7,097	7,452	7,842
Rating	A	A+	A+	A+	AA	AA
RP	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%
Náklady cizího kapitálu	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%	2,9%

Zdroj: vlastní zpracování dle zdrojů č. [2], [17]

Bezriziková výnosnost je stejná jako u výpočtu nákladů na vlastní kapitál. Riziková přírážka byla stanovena podle p. Mařika, který uvádí ve své publikaci tabulku, kde je vypočtena podle ratingu a úrokového krytí společnosti. Rating je rovněž stanoven na základě této publikace. Úrokové krytí je vypočteno podle vzorce č. (2.23) uvedeného v kapitole 2.5.3. Náklady na cizí kapitál tedy činí v prvních čtyřech letech první fáze 1,7%, v následujícím roce je zaznamenán mírný pokles až na 1,5% a ve druhé fázi jsou již náklady ve výši 2,9%. [2], [16]

4.2.3 WACC

Po vypočtení nákladů na vlastní a cizí kapitál je možné přejít ke stanovení WACC. Průměrné vážené náklady kapitálu budou vypočteny podle vzorce č. (2.4). Informace potřebné pro jejich výpočet a samotné WACC budou opět uvedeny v následující tabulce.

Tab. 4.11 Informace potřebné pro výpočet WACC, včetně výsledku

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Náklady na VK	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	11,2%
Náklady na CK	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%	2,9%
VK (v tis. Kč)	56 160	59 948	63 929	68 127	72 568	77 281
CK (v tis. Kč)	73 924	74 773	76 797	78 934	81 191	83 573
VK + CK (v tis. Kč)	130 084	134 721	140 726	147 061	153 759	160 854
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%
WACC	5,40%	5,42%	5,42%	5,41%	5,32%	6,59%

Zdroj: vlastní zpracování

Ve všech letech první fáze se průměrné vážené náklady kapitálu pohybují mezi 5% a 5,5%. Od roku 2021 budou WACC dosahovat více než 6,5%.

4.3 Výpočet volných peněžních toků

Volné peněžní toky jsou nejdůležitější částí celého ocenění, neboť jejich diskontováním je získávána hodnota oceňovaného subjektu. Jejich výpočet je znázorněn ve

druhé kapitole u popisu metody DCF v tabulce č. 2.2. Volné peněžní prostředky jsou při ocenění na úrovni entity označovány jako FCFF. Vycházejí z korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním, který je dále modifikován o upravenou daň z příjmů. Jelikož majetek společnosti nebyl rozdělován na provozně nutná a nenutná aktiva, tak ani výsledek hospodaření nemusel být korigován. Peněžní toky tedy vychází z provozního výsledku hospodaření, který se dále očišťuje o nepeněžní operace, což jsou například odpisy stálých aktiv. Dále je tento peněžní tok upravován o změny složek pracovního kapitálu a plánované investice. Z dat výše uvedených budou v následující tabulce odhadnuty plánované peněžní toky společnosti pro období 2016 až 2021.

Tab. 4.12 Informace pro výpočet FCFF, včetně výsledku

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	5 479	5 503	5 751	6 024	6 326	6 656
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Odpisy SA	2 690	2 912	3 133	3 355	3 576	3 798
Změna ČPK	-20	-521	-1 786	-1 825	-1 864	-1 903
Investice	5 433	5 654	5 875	6 097	6 318	6 540
FCFF	1 716	2 236	3 702	3 963	4 246	4 553

Zdroj: vlastní zpracování

4.4 Ocenění společnosti

Jak již bylo výše řečeno, plánované období je rozděleno na dvě fáze, z nichž první má 5 let a druhá fáze je předpokládána od šestého roku do nekonečna. Pětileté období bylo zvoleno z toho důvodu, že takto dlouhé období bývá často uváděno v různých publikacích jako období, za které se obvykle za příznivých okolností ustálí peněžní toky společnosti. FCFF znázorněny v tabulce č. 4.12 budou dále diskontovány průměrnými váženými náklady kapitálu, které jsou vepsány v tabulce č. 4.11. Z takto diskontovaných FCFF bude poté zjištěna hodnota podniku, pro kterou budou použity vzorce z druhé kapitoly. Nejprve budou diskontovány peněžní toky první fáze, dále bude zjištěna pokračující hodnota, která v podstatě převádí v čase peněžní toky druhé fáze na začátek této fáze. Z pokračující hodnoty pak může být dalším diskontováním zjištěna hodnota druhé fáze. Součtem obou fází je dosaženo konečné hodnoty společnosti. Tento postup bude uveden v následující tabulce.

Tab. 4.13 Výpočet hodnoty podniku v tis. Kč

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
WACC	5,40%	5,42%	5,42%	5,41%	5,32%	6,59%
FCFF	1 716	2 236	3 702	3 963	4 246	4 553
Diskontované FCFF v jednotlivých letech	1 628	2 012	3 160	3 210	3 277	-
Hodnota 1. fáze	13 286					
Pokračující hodnota	69 112					
Hodnota 2. fáze	53 333					
Hodnota společnosti	66 619					
Účetní hodnota k 31.3.2015	52 509					

K 1. 4. 2016 byla tedy pomocí diskontování budoucích plánovaných peněžních toků zjištěna hodnota společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o., která činí 66 619 tis. Kč.

4.5 Zhodnocení výsledků

Jak již bylo výše řečeno, hodnota podniku byla v této práci zjišťována pomocí výnosové metody DCF entity, což znamená, že byly diskontovány budoucí volné peněžní toky společnosti. Při jejich odhadu bylo vycházeno z finančního plánu, na který byl proto kladen velký důraz. Pečlivě byly plánovány všechny položky postupně, přičemž každé z nich byla věnována zvláštní pozornost. Především bylo vycházeno z minulého vývoje společnosti, ze strategické a finanční analýzy, avšak vývoj některých veličin byl také konzultován s ekonomickým oddělením oceňovaného podniku. Hodnota podniku vypočtena metodou DCF je v podstatě založena především na budoucích odhadech. Přestože všechny hodnoty byly odhadovány velice pečlivě, vždy existuje jistá možnost, že se daná veličina bude vyvíjet úplně jinak, než je plánováno. Z toho důvodu bylo v této práci zohledňováno více faktorů než jen minulý vývoj. Společnost POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. byla oceněna na tržní hodnotu 66 a půl mil Kč, přičemž hodnota jejího majetku na konci roku 2015 byla 52 a půl mil. Kč. Hodnotu podniku může zvýšit například příznivější vývoj tržeb společnosti. Naopak snížení hodnoty by mohlo zapříčinit např. výrazné zvýšení investic, apod. Pokud se bude společnost udržovat příznivý vývoj poměrových ukazatelů, především ukazatelů aktivity a bude dále zvyšovat svůj tržní podíl, mohla by její tržní hodnota v budoucnosti stoupnout.

5 Závěr

Oceňování podniků je velmi rozsáhlé téma, nejspíš především proto, že jej lze rozdělit na několik rozdílných metod. V různých státech a na různě rozvinutých kapitálových trzích jsou preferovány jiné metody stanovení hodnoty. Záleží také na tom, jakou hodnotu si zákazník přeje znát a v jakém postavení je vůči tomuto podniku. Také oceňovacích standardů je v současné době mnoho. V této práci byly obecně popisovány některé z těchto základních metod, avšak v praktické části je aplikována pouze jedna a to výnosová metoda DCF entity.

Cílem diplomové práce bylo zjistit tržní hodnotu společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. pomocí metody diskontování peněžních toků. Jednalo se o společnost, jejímž předmětem podnikání je pronájem a prodej zemědělské, lesnické, komunální a zahradní techniky především v České Republice. Při ocenění byl zachován obecný postup uváděný v literatuře pro tuto a některé další metody stanovení hodnoty podniku. Hodnota byla zjišťována z důvodu lepšího strategického rozhodování vedení společnosti o budoucím vývoji firmy.

Jak již bylo v úvodu řečeno, práce je, kromě úvodu a závěru, systematicky rozdělena do tří hlavních kapitol. První kapitola obsahuje pouze již zmíněný úvod. Ve druhé kapitole je popisováno teoretické vysvětlení důležitých pojmů týkajících se probírané problematiky. Jsou tam popisovány některé z hlavních metod oceňování a jsou rozděleny podle toho, jaké vstupní data jsou pro výpočet hodnoty použity. Na konci je uveden postup procesu ocenění, včetně vzorců, které jsou dále aplikovány v praktických kapitolách.

Třetí kapitola byla již zaměřena prakticky. Na začátku byla prováděna strategická analýza společnosti, která se dělí na analýzu vnějšího a analýzu vnitřního potenciálu. Data ze strategické analýzy jsou velice důležité pro pozdější sestavování finančního plánu. Naproti tomu informace získané z finanční analýzy, která byla prováděna dále v této kapitole, slouží spíše jako ujištění, že společnost je schopna fungovat do nekonečna. Některé veličiny byly také použity pro tvorbu finančního plánu. Závěrem bylo popsáno rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná aktiva, ke kterému v konečném důsledku u této firmy nedochází, neboť všechny majetek ve vlastnictví společnosti je považován za provozně nutný.

Poslední praktická kapitola obsahuje již samotné ocenění společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. Nejprve zde byl sestaven výše zmíněný finanční plán, který se skládá z plánu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Pro jejich naplánování byly

sestaveny také dílčí plány, konkrétně plán tržeb, plán pracovního kapitálu a plán investic do provozního majetku. Pro stanovení hodnoty podniku je potřeba znát budoucí volné peněžní toky a kalkulovanou úrokovou míru, která je v tomto případě tvořena průměrnými váženými náklady kapitálu. Obě tyto hodnoty byly vypočteny ihned po sestavení finančního plánu. Dále již byla vyčíslena výsledná tržní hodnota společnosti a účetní hodnota majetku ke konci roku 2015.

Seznam použité literatury

Knižní publikace:

[1] ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C. H. Beck, 2016. 272 s. ISBN 978-80-7400-623-4

[2] KOLEKTIV AUTORŮ. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. 492 s. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3

[3] STROUHAL, Jiří. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2013. 417 s. ISBN 978-80-7478-366-1.

[4] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publish, a. s., 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0

[5] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, a. s., 2009. 152 s. ISBN 978-80-251-1830-6

[6] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6

Internetové zdroje:

[7] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *CZSO: Statistiky* [online] © 2017 [cit. 2017-01-31]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

[8] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *CZSO: Statistiky* [online] © 2017 [cit. 2017-01-31]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.indexnu>

[9] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *CZSO: Katalog produktů* [online] © 2016 [cit. 2016-01-31]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyroba-vybranych-vyrobkuv-prumyslu-2015>

[10] MOREAU AGRI, spol. s. r. o. – Dodavatel zemědělských aplikací: *O nás* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <http://www.moreauagri.cz/o-nas>

[11] CIME – zemědělská, stavební a komunální technika: *O nás* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <https://www.cime.cz/o-nas/>

[12] Agrotechnika Vaněk s. r. o.: *O společnosti* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <http://www.agrotechnika.cz/o-nas.html>

[13] B agro Březová | zemědělské stroje a zařízení: *O firmě* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <http://www.b-agro.cz/index.php>

[14] STROM PRAHA a. s.: *O nás* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <http://www.strompraha.cz/o-nas/>

[15] AGROFERT, a. s.: *O Agrofertu* [online] [cit. 2016-02-17] Dostupné z: <https://www.agrofert.cz/o-agrofertu>

[16] ESIPA: *Sbírka právních předpisů* [online]

[17] PATRIA: *Dluhopisy online* [online] [cit. 2016-03-31] Dostupné z: <https://www.patria.cz/kurzy/online/govcz/dluhopisy.html>

[18] DAMODARAN: *Risk/discount rate* [online] [cit. 2016-03-31] Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Jiné zdroje

[19] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU

Seznam zkratek

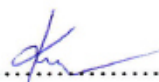
CAMP	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
CZ-NACE	Statistická kvalifikace ekonomických činností
ČR	Česká republika
DCF	Diskontované cash flow
DM	Dlouhodobý majetek
DO	Doba obratu
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
HDP	Hrubý domácí produkt
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KOS	Krajský soud v Ostravě
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti podniku
OM	Oběžný majetek
OR	Obchodní rejstřík
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobého kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 21.4.2017

.....

Bc. Barbora Kašperlíková

Seznam příloh

- Příloha č. 1** Rozvaha společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. v letech 2010 až 2016
- Příloha č. 2** Výkaz zisku a ztráty společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. v letech 2010 až 2016
- Příloha č. 3** Výkaz o peněžních tocích společnosti POL-AGRO TRADING ZT s. r. o. v letech 2012 až 2016